

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Katrin Märdimäe

KÜTUSEETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE AS JOHNNY NÄITEL

Magistritöö ärijuhtimise magistrikraadi taotlemiseks ärijuhtimise erialal

Juhendaja: teadur Kaia Kask

Tartu 2017

Soovitan suunata kaitsmisele

(juhendaja nimi)

Kaitsmisele lubatud “.....”2017. a

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

(töö autori nimi)

SISUKORD

SISSEJUHATUS	5
1.ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED	
MOOTORIKÜTUSE JAEMÜÜGI ETTEVÖTTES	8
1.1 Ettevõtte väärtuse hindamise eesmärk ning kasutatavad hindamismeetodid	8
1.2 Diskonteeritud vabade rahavoogude teoreetiline käsitlus	15
1.3 Kapitali kulukuse määr ettevõtte väärtuse hindamise raamistikus.....	27
1.4 Mootorikütuse jaehinna kujunemine kütuseettevõttes	33
2. AKTSIASELTS JOHNNY VÄÄRTUSE HINDAMINE.....	38
2.1 Ettevõtte tegevuskeskkonna analüüs	38
2.2 AS Johnny senise majandustegevuse analüüs	44
2.3 AS Johnny väärtust mõjutavad tegurid.....	54
2.4 AS Johnny <i>pro forma</i> aruannete koostamine ja vabade rahavoogude arvutamine	60
2.5 AS Johnny äritegevuse väärtuse hindamine ning sensitiivsusanalüüs	71
KOKKUVÕTE.....	79
VIIDATUD ALLIKAD	82
Lisa 1. Eesti kütuseturu ülevaade	88
Lisa 2. AS Johnny struktuur ametikohtade lõikes	89
Lisa 3. AS Johnny kasumiaruanne aastatel 2012-2016	90
Lisa 4. AS Johnny bilanss aastatel 2012-2016	91
Lisa 5. AS Johnny <i>pro forma</i> kasumiaruanne stsenaariumi „soodsam sisseostuhind“ korral aastatel 2017-2021	92

Lisa 6. AS Johnny <i>pro forma</i> kasumiaruanne stsenaariumi „strateegiline jaehind“ korral aastatel 2017-2021	93
Lisa 7. AS Johnny <i>pro forma</i> bilanss stsenaariumi „soodsam sisseostuhind“ korral aastatel 2017-2021	94
Lisa 8. AS Johnny <i>pro forma</i> bilanss stsenaariumi „strateegiline jaehind“ korral aastatel 2017-2021	95
Lisa 9. Stsenaariumite „soodsam sisseostuhind“ ja „strateegiline jaehind“ korral kapitali kaalutud keskmise kulukuse määrad aastatel 2017-2021	96
SUMMARY	97

SISSEJUHATUS

Dünaamiline ärikeskkond nõuab ettevõtetelt arenevaid suundumusi innovatsioonile, kasvule ja konkurentsieeliste kujundamisele. Selleks on vaja planeerida investeeringuid mitte ainult uute ehitiste rajamisse või tootmise laienemisse vaid ka ettevõtete struktuuri, sh liitumised ja ülevõtmised ning strateegilisse juhtimisse. Eesmärgipärane juhtimine eeldab konkreetsete tulemuste planeerimist ja tagasivaatelist analüütilist hindamist, tuginedes konkreetsele kvantitatiivselt mõõdetavale näitaja süsteemile (Ettevõtte väärtus...2001).

Ettevõtte kasumi ning sellega seotud tulude ja kulude kõrval on tõhusaks mõõdikuks tulemuste hindamisel väärtus. Võib isegi öelda, et teised tulemusemõõdikud ei ole väärtusega üheselt võrreldavad. Aktsionäride seisukohast näitab raamatupidamise kasum lühiajalist edukust. Ettevõtte väärtus kujuneb äriühingu võimest luua positiivseid rahavoogusid, maksimeerides seejuures rikkust omanike jaoks. Samuti võtab väärtus arvesse ettevõtte kõikide osapoolte pikaajalised huvid, luues seejuures pikemas perspektiivis rohkem töökohti, andes oma töötajatele ja klientidele suurema rahulolu ning pannes olulist rõhku ühisele vastutusele. (Koller *et. al* 2010: 3) Järelikult on väärtuse loomine kasulik nii omanikele kui ka ühiskonnale tervikuna.

Kuni aastani 2015 olid Eesti kütusesektoris jaemüüjate turuosad stabiilsed. Aastast 2015 on toimunud mitmeid tanklakettide ühinemisi ja ülevõtmisi. Autori arvates on seetõttu konkurents avaldanud rohkem survet käesoleva valdkonna väikeettevõtetele. Toimunud muudatused on mõjutanud ka mootorikütuse jaehinna (tankla postihinna) kujundamist. Tänapäevaks on turg jaotatud põhiliselt nelja liidri vahel: Olerex Eesti AS, Circle K Eesti AS, Neste Eesti AS ning Alexela Oil AS, milledele lisanduvad juurde ülejäänud väiksemad kütuse jaemüüjad. Üheks selliseks väikeseks turuosaliseks on magistriöö

uurimisobjekt AS Johnny. Eesti kapitalil põhinev kütuseettevõtte on loodud aastal 1993 ning omab üle Eesti kokku 7 teenindusjaama.

Käesoleva magistritöö teema ajendiks on ettevõtte väärtuse hindamine strateegiliste otsuste vastuvõtmisel. Tavaliselt tekib hindamise vajadus äriettevõtte või selle aktsiapaki ostu või müügi korral. Tundlikus ärikeskkonnas võib ettevõtte igas arengufaasis tulla olukordi, kus juhtkond peab tuleviku kujundamiseks tegema strateegilisi valikuid. Teravnenud konkurentsitingimustes on oma positsiooni säilitamiseks ja parandamiseks AS Johnny juhtkonnal võimalus kaaluda kolme erineva strateegia vahel:

- jätkata senist hinnapoliitikat;
- läbi lühema tarne maksetähtaja saada soodsam mootorikütuse sisseostuhind;
- hoida jaehind FAVORA tanklates võrreldes teiste turuosalistega 1/1000 võrra madalamana.

Kuna äriühingu eesmärk on omanike rikkuse suurendamine, siis on autori arvates oluline viia läbi ettevõtte väärtuse hindamine valitud sobiliku meetodiga, et kujuneksid väärtust tõstvad otsused.

Magistritöö eesmärk on hinnata AS Johnny väärtust läbi kolme erineva mootorikütuse hinnastamise strateegia, tuginedes diskonteeritud rahavoogude meetodile. Käesoleva vajaduse tingib ettevõtte viimaste aastate käibe langus ning vedelkütuse jaeturu uus situatsioon. Praktilise väljundina pakub autor soovitusi väärtust tõstva strateegia valikuks, mis aitaksid AS Johnny juhtkonnal võtta vastu otsuseid jätkusuutlikuks arenguks. Ettevõtte müük pole hetkel küll päevakorras, kuid analüüsi tulemused võivad olla aluseks võimalike ühinemiste läbirääkimistel. Hinnatava kütuseettevõtte tütar- ja sidusettevõtetel puuduvad igapäevased äritegevused ning seetõttu keskendub töö autor emaettevõtte väärtuse hindamisele.

Eesmärgi saavutamiseks püstitati järgmised uurimisülesanded:

- selgitada ettevõtte väärtuse hindamise eesmärki ning anda ülevaade peamistest hindamismeetoditest;
- diskonteeritud rahavoogudel põhineva hindamismudeli metoodika sisu ning selle rakendamise eeliste ja puuduste välja selgitamine;

- tutvustada tegureid, mis kujundavad kütuseettevõtte peamise sisendi, mootorikütuse, jaehinda;
- anda ülevaade AS Johnny tegevuskeskkonnast, sh kütuseturust, senisest majandustegevusest ning finantsseisundist;
- praktilise väljundina teostada AS Johnny väärtuse hindamine;
- sensitiivsusanalüüsi abil testida AS Johnny väärtuse tundlikkust sisendparameetrite suhtes.

Käesolev magistritöö koosneb kahest peatükist. Teoreetilises osas tuuakse välja ettevõtte väärtuse hindamise olulisus, vaadeldakse enimlevinuid ja -kasutatavamaid hindamismeetodeid ning nende rakendamisvõimalusi. Põhjalikumalt käsitletakse diskonteeritud rahavoogude meetodit, mille alusel luuakse raamistik magistritöö uurimisobjekti väärtuse hindamiseks. Samuti antakse ülevaade kütuseettevõtte olulise sisendi, mootorikütuse, jaehinna kujunemise komponentidest.

Empiirilises osas tutvustatakse AS Johnny tegevuskeskkonda, lähemalt antakse ülevaade Eesti kütuseturu hetkeolukorrast ning võimalikest tulevikuväljavaadetest. Senise tegevuse hindamiseks teostatakse vaadeldava perioodi (2012-2016) fundamentaalanalüüs, mis koosneb finantsaruannete horisontaal- ja vertikaalanalüüsist, peamiste suhtarvude ning SWOT analüüsist. Seejärel prognoositakse mootorikütuse hinnastamise strateegiate alusel *pro forma* aruanded, leitakse ettevõtte kapitali kulukuse määr, arvutatakse vabad rahavood, läbi stsenaariumanalüüsi käsitletakse erinevaid jätkusuutliku arenguvõimalusi ning viimase etapina koostatakse sensitiivsusanalüüs.

Ettevõtte väärtuse hindamise tulemus võib olla subjektiivne ning hindajast sõltuv. Magistritöö autor töötab hinnatavas ettevõttes raamatupidajana alates aastast 2010. Autoril on võimalus jälgida ning mõista, kuidas mõjutavad analüüsitava ettevõtte toimunud ja toimuvad muutused ettevõtte finantsseisu. Samas võib anda see ohu subjektiivsuseks.

Märksõnad: ettevõtte väärtuse hindamine, diskonteeritud rahavoogude meetod, kapitali kaalutud keskmine kulukuse määr, mootorikütuse jaehind.

1.ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED MOOTORIKÜTUSE JAEMÜÜGI ETTEVÖTTES

1.1 Ettevõtte väärtuse hindamise eesmärk ning kasutatavad hindamismeetodid

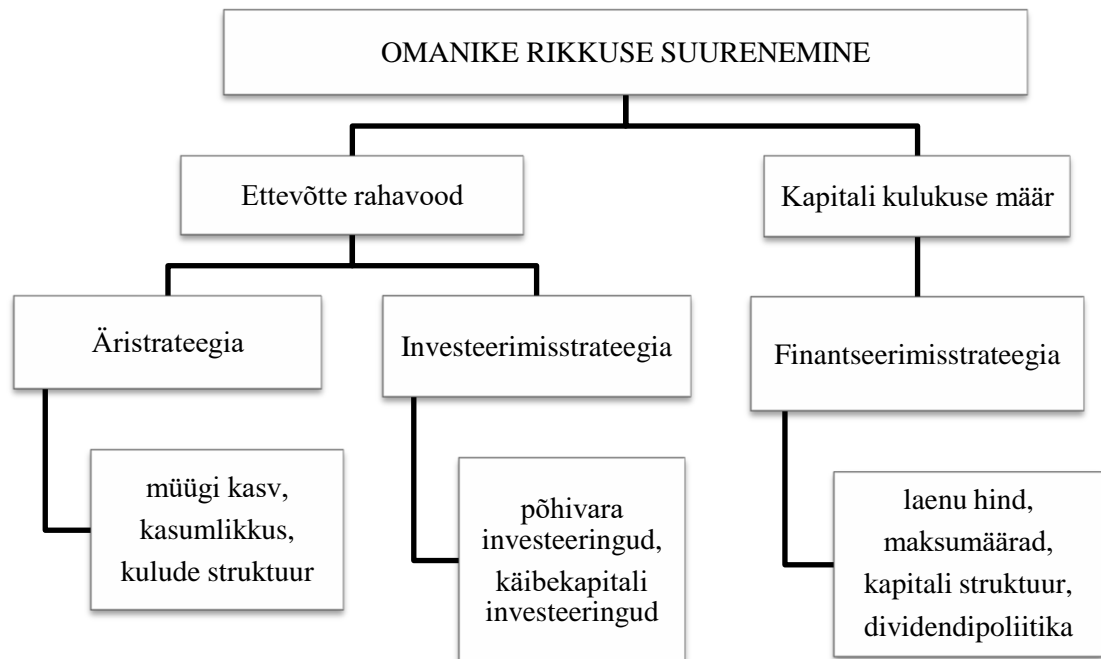
Rahandusteooria seisukohast on äriühingu majandustegevuse üheks peamiseks eesmärgiks maksimeerida oma väärtust omanikele, mis tähendab ettevõtte aktsia- ja omakapitali väärtuse suurendamist. Ettevõttel on oluline lähtuda aktsionäride huvidest ning võtta vastu finantsotsused, mis aitavad kaasa omanike jõukusele. Seega ei rahuldata enam üksnes orienteeritus ettevõtte kasumile vaid järjest enam pööratakse tähelepanu väärtust loovale juhtimiskontseptsioonile. Antud lähenemisviisi kaudu tehakse kindlaks ettevõttele eriomane majanduslik nn DNA ehk detailne väärtusloome skeem, kus tuuakse välja tegurid, mis väiksemal või suuremal määral mõjutavad organisatsiooni võimet luua väärtust (Boulton *et. al.* 2001: 55).

Omanikuväärtuse (*shareholder value*) eesmärgistatud, aktiivset ja süstemaatilist mõjutamist käsitletakse ettevõtte väärtusjuhtimisena (*value management*), mida iseloomustavad järgmised aspektid (Ettevõtte väärtus...2001):

- pidev väärtuse arendamine läbi pikaajalise orienteerituse;
- ettevõtte töötajate, äripartnerite ja klientide kaasamine protsessi;
- üksikute tegevuste jaoks väärtust kajastavate koondnäitajate lahtiliigendamine;
- vastavate juhtimisprotsesside ja mitmete vahendite olemasu tagamine, mille abil toetatakse ettevõtte igapäevases tegevuses väärtuseesmärkide täitmist.

Efektiivsena toimimiseks peab seetõttu käesolev kontseptsioon hõlmama kogu organisatsiooni ja kolme peamist juhtimisstrateegiat – investeerimisstrateegiat (*investment strategy*), finantseerimisstrateegiat (*financing strategy*) ning

tegevus(äri-)strateegiat (*operating strategy*). Läbi integreeritud ja koordineeritud otsustusprotsessi kujuneb ettevõtte väärtus ning eelnevalt nimetatud kolm strateegiat peavad olema kujundatud kooskõlastatult ühtse eesmärgi nimel (vt joonis 1.1). (Aruste 2007: 151)



Joonis 1.1 Omanike rikkust kujundavad mõjurid (autori koostatud Raudsepp 1999: 9 alusel)

Ettevõtte juhtkonnale on väärtuse loomise võimalused muutunud üha olulisemaks. Investeeringustegevuse kaudu on võimalik luua väärtust, mis aitab tulevikus teenida genereeritavatelt rahavoogudelt kapitali kulukuse määra kõrget tootlust. Mida kiiremini suudavad ettevõtted kasvada ja kaasata rohkem kapitali tootluse tõstmiseks, seda rohkem luuakse ka väärtust. (Koller *et al.* 2010: 17) Ettevõtte väärtuse kasvule avaldavad mõju otsused, mis suurendavad tulude oodatavat kasvutempot, vähendavad kapitali kulukuse määra ning pikendavad kiire kasvu perioodi (Damodaran 2011: 645-646), mille säilitamiseks peavad äriühingud teenima lisatulu (*excess returns*). See võib tuua samale tegevusalale konkurentsi juurde, mis võib hakata vähendama lisatulu. Kui ettevõtte tahab pikendada kiire kasvu perioodi ja lisakasumeid, peab ta turul looma vastavad sisenemisbarjäärid või diferentseerima ennast teistest. (Fitzroy *et al.* 2012: 53) Samas iga tegevus ei suurenda rahavoogusid, ei vähenda riske ega loo ka täiendavat

väärtust. Mõnikord pöörab juhtkond liigselt tähelepanu sellistele otsustele nagu muudatused raamatupidamise arvestusmeetodites (Hammer 2005).

Väärtuse hindamise vajadus võib tuleneda nii pikaajalistest strateegilistest otsustest kui ka operatiivse tegevuse kaudu tekkivatest plaanidest, mis võivad esile kerkida ettevõtte igas arengu faasis. Fernandez (2002: 2-3) kirjeldab oma artiklis „*Company valuation methods*“ detailsemalt hindamise eesmärgi:

- ettevõtte ostu- ja müügioperatsioonid – ostjale on teada kõrgeim hind, millega osta ning müüjale madalaim hind, millega arvestada müümisel;
- börsil noteeritud firmade väärtuse leidmine – hindamise protsessi käigus võrreldakse aktsiate turuhindasid börsil kaubeldavate hindadega, mille alusel võetakse vastu otsuseid aktsiate ostuks, müümiseks või hoidmiseks;
- IPO (*initial public offering*) ehk aktsiate avalik pakkumine – saadud tulemuse abil määratakse ettevõtte aktsia hind, millega esmakordselt avalikult müüa;
- perekondlikud põhjused nagu pärandamised ja testamendid – hindamine annab võimaluse võrrelda aktsia väärtust mõne muu vara väärtusega;
- edutegurite (*value drivers*) kindlaksmääramine – siinkohal tuvastatakse ettevõtte väärtust mõjutavad tegurid;
- osaluse ümberkujundamise kavandamine – väärtuse hindamine aitab vastu võtta otsuseid ettevõtte restruktureerimisel, allüksuste müügil, ühinemistel ja ülevõtmistel (M&A tehingud – *mergers and acquisitions*);
- tegevussuundade planeerimine – saadud tulemuse kaudu selgitatakse välja tooted ja teenused, mis säilitavad kasvu või millistest tuleks hoopis loobuda.

Üheselt mõistetava väärtuse leidmine on heaks väljakutseks ettevõtte hindamisel. Ühelt poolt on ohuks mõistete „väärtus“ ja „hind“ võrdsustamine. Erialakirjanduses kasutatakse terminit „ettevõtte väärtus“ mitmes erinevas tähenduses:

- kui varadel põhinev väärtus - raamatupidamisväärtus, likvideerimisväärtus, turuväärtus;
- kui sisemine väärtus (*intrinsic value*) – mida võib defineerida kui varade tulevaste oodatavate rahavoogude praegust väärtust. Antud väärtus arvestab tulevaste rahavoogude suurust, ajastatust ja riski (Raudsepp 1999:74).

Seega võib öelda, et ettevõtte väärtuse näol on tegemist näitajaga, mida ei mõõdeta perioodi kokkuvõttena vaid väljendatakse hetkehinnanguga. Hind on aga kokkuleppeline tulemus ostja ja müüja vahel konkreetse tehingu korral.

Teiselt poolt sõltub väärtus kasutatavast hindamise tehnikast, mis on kindlaks määratud vastavalt ettevõtte eesmärgile. Kuna erinevad hindamismeetodid põhinevad erinevatel eeldustel ja sisendinfol, siis on esmalt oluline määrata kindlaks, mille väärtust soovitakse mõõta. On siis selleks ettevõtte varad või omakapital või äriettevõtte väärtus lähtudes jätkuvuse printsiibist (*going concern*) või tema likvideerimisväärtus või vähemusosalus või kontrollpaki hind (Laid 2003: 2).

Magistritöö teema taustaks peab autor vajalikuks nimetada asjaolu, et mootorikütuse jaemüügi ettevõtluse korral on vara tähtsus märkimisväärne. Põhitegevuse läbiviimiseks omab kütuseettevõtte tanklahooneid¹, mida rahvusvahelise varahindamise standartide (*International Valuation Standards – IVS*) kohaselt nimetatakse eri-, eriotstarbeliseks või eriprojektidega varadeks (*specialised, special purpose, specially designed property*).

Ärilise potentsiaaliga kinnisvarad sisaldavad väärtust, mis on seotud ettevõtlustegevusega ning see erineb kinnisvara enda väärtusest. Kuna sageli müüakse sellised varad ettevõtte koosseisus, siis on nende väärtuse eristamine tervikettevõtte väärtusest problemaatiline. Küsimusi võivad tekitada ka järgmised asjaolud: kütuse laovarud, erinevate tankurite arv, objekti nähtavus ja asukoht linnas, vara hetkeolukord ja edasilükatud hooldused, demograafilised ja regionaalsed kasvutrendid, kaubamärk, konkurentide arv ning kaugus üksteisest. Praktikute hinnangul tuleks tanklate väärtuse määramisel võtta aluseks meetod, mille kaudu oleks võimalik luua nõ eraldiseisvad äritegevuse ning kinnisvara väärtuse tulemused. (Kotzin 2010) Tulenevalt töö eesmärgist, mis on suunatud tervikettevõtte hindamisele, siis kütuseettevõtte varade (tanklate) väärtuse leidmise üksikasjalik ülevaade väljub käesoleva uurimuse kontekstist.

Hindamiseks on välja töötatud mitmeid meetodeid ning põhiliselt võib neid klassifitseerida nelja gruppi (vt tabel 1.1). Käesolevas töös leiab diskonteeritud

¹Ameerikas on väga levinud äritegevuseks vajaminevate tanklate rentimine kolmanda osapoolte käest väga levinud. Võib öelda, et nii Eestis kui Baltikumis on kütusemüüjad tavaliselt ka tanklakinnistute omanikud.

rahavoogude meetod põhjalikuma käsitlemise järgmises teoreetilises alapeatükis. Sellest tulenevalt peab autor oluliseks anda lühiülevaade teistest mudelitest, mida saab alternatiivina kasutada *DCF* meetodi kõrval või paralleelselt.

Tabel 1.1 Ettevõtte väärtuse hindamismeetodite valik

Diskonteeritud rahavoogude meetod	Bilansil põhinevad meetodid	Võrreldavate tehingute meetod	Reaaloptsioonide meetod
Ettevõttele suunatud vabade rahavoogude (<i>FCFF</i>) meetod	Raamatupidamisväärtus	Hind/puhaskasum	Black-Scholesi mudel
Omanikele suunatud vabade rahavoogude (<i>FCFE</i>) meetod	Varade turuväärtus	Hind/EBITDA	Binominiaalne mudel
Diskonteeritud dividendide mudel (<i>DDM</i>)	Likvideerimisväärtus	Hind/käive	
Kohandatud nüüdisväärtuse (<i>APV</i>) meetod	Asendusmaksumus	Muud suhtarvud	

Allikas: (Damodaran 2006: 3; Fernandez 2013: 2).

Varadel baseeruva lähenemise (*assets based valutaion*) või bilansil põhineva meetodi (*balance sheet-based methods*) korral tulenevad ettevõtte varade väärtused raamatupidamise andmetel (Anderson 2009: 96). Üheks kõige lihtsamaks peetakse raamatupidamisväärtuse (*book value*) meetodit, mis lähtub hinnangu andmisel ettevõtte bilansis kajastuva omakapitali väärtusest (Zirnask 2008: 122). Asendusmeetodi (*substantial value*) puhul võrdub ettevõtte väärtus sarnase äriühingu taasloomise väärtusega. Sisuliselt võrdsustatakse lõppväärtus ettevõtte varade asendamise oodatava maksumusega. Lähenemise puudustena võib välja tuua, et selle rakendamine võib alahinnata ettevõtte väärtust ning lisaks pole kõik varad asendatavad. (Koller *et al.* 2010: 229-230)

Varade väärtuse üheks erijuhtumiks on likvideerimisväärtus (*liquidation value*) (Zirnask 2008: 125), mida kasutatakse ka diskonteeritud rahavoogude meetodi korral lõppväärtuse leidmiseks. Prognoosiperioodi lõpus võrdsustab meetod lõppväärtuse likvideerimisel saadava summaga pärast varade müüki ja kohustuste tasumist. Võrreldes jätkuvalt tegutseva äriettevõtte väärtusega on likvideerimisväärtus madalam kasvavas ja

kasumlikkuses majandusharus ning kõrgem kahanevas majandusharus. (Koller *et al.* 2010: 229).

Teoreetiliselt on eelpool mainitud meetodid väärtuse hindamisel nõrgimad, sest enamasti ei saa soetusmaksumus olla aluseks vara tulu genereerimise võime hindamisele tulevikus (Anderson 2009: 97). Oma olemuselt on tegemist staatilise vaatega, mis ei võta arvesse ettevõtte kasvupotentsiaali. (Fernandez 2013: 3) ning ignoreerib bilansis mittekajastuvate immateriaalsete varade, ettevõtte keskkonna, juhtkonna ning inimressursi olulisust (Capinski, Patena 2008: 14).

Kiireim võimalus ettevõtte väärtuse suurusjärgu määramiseks on võrdlusmeetod (*relative valuation*) ehk väärtuskordajatel, väärtussuhtarvudel (*valuation multiple, valuation ratios*) põhinev lähenemine. Tegevust jätkavate firmade puhul annab see adekvaatsema tulemuse, võttes ettevõtte väärtuse hindamise aluseks hiljuti sarnaste ettevõtetega toimunud tehingute hinna (Zirnask 2008: 126). Need on kas börsil noteeritud ettevõtted, mille väärtust hindab turg igapäevaselt või noteerimata ettevõtted, millega on tehtud hiljaaegu omandamistehing. (Tark Grunde...2011: 142) Hindamisel kasutatakse spetsiifilisi suhtarve, mis on ettevõtte aktsia turuhinna ning mõne teise ettevõtte äritegevust iseloomustava näitaja suhe. Levinumad väärtussuhtarvud on järgmised (Finantsjuhtimise käsiraamat 2003):

- P/E – aktsia turuväärtuse ja kasumi suhtarv (*price-to-earnings ratio*);
- P/B – aktsia turuväärtuse ja raamatupidamisväärtuse suhtarv (*price-to-book ratio*);
- EV/EBITA – ettevõtte väärtuse ja ärikasumi suhtarv (*enterprise value-to-EBITA ratio*);
- EV/S – ettevõtte väärtuse ja müügitulude suhtarv (*enterprise value-to-EBITA ratio*).

Eelnevalt loetletud väärtussuhtarve P/E ja P/B võib nimetada omakapitali väärtuse põhisteks (*equity value based*) ning EV/EBITA, EV/S aga ettevõtte väärtuse põhisteks (*enterprise value based*) suhtarvudeks. (Finantsjuhtimise käsiraamat 2003)

Finantsanalüütikute seas on käesolev mudel populaarne (vt tabel 1.2) mitmel põhjusel. Väärtuskordajatel põhinev lähenemine nõuab vähem eeldusi, mille tõttu saab seda

meetodit väärtuse hindamisel rakendada kiiremini kui diskonteeritud rahavoogude meetodi korral. Lisaks kajastab antud meetod paremini väärtpaperituru hetkeolukorda, sest see proovib hinnata suhtelist mitte sisemist väärtust (Damodaran 2002: 453). Kui puuduvad võrreldavad ettevõtted, nende tulud ja kasumid, siis on mudelit keeruline rakendada. Hinnangu andmisel ei võta see arvesse äriettevõtte kasvu, potentsiaalseid rahavooge ega riske. Vaatluse all oleva ettevõtte väärtuse täpsust ja usaldusväärtust mõjutab ka ebaefektiivne väärtpaperiturg ehk aktsiahinnad on üle- ja alahinnatud. (Damodaran 2002: 20)

Opsioonihindamise mudeli (*option pricing model*) korral vaadeldakse omakapitali kui ostuopsiooni, mis annab aktsionäridel võimaluse laenu kustutustähtajal ettevõtte võlausaldajatele panditud aktsiad piirangutest vabastada (Damodaran 2002: 730). Käesoleva mudeli abil on võimalik hinnata selliste ettevõtete väärtust, mida teiste hindamismeetoditega on võimatu leida, eelkõige rakendatakse alustavate (*start-up*) firmade ja finantsraskustes olevate ettevõtete hindamisel.

Küsimuse kohta, miks kasutatakse hindamiseks analüütiku poolt ühte või teist lähenemist, on koostatud mitmeid uuringuid. Euroopa kontekstis leidsid Bancel ja Mittoo (2014), et kõige laialdasemalt rakendatakse diskonteeritud rahavoogude mudeli FCFF meetodit ning võrdlusmeetodi puhul EV/EBITA suhtarvu. Eesti finantsspetsialiste seas teostasid vastavat uuringut Kantšukov ja Sander (2016), mille kokkuvõte on esitletud tabelis 1.2.

Käesoleva küsitluse tulemustest selgus, et ka Eesti analüütikud eelistavad diskonteeritud rahavoogude meetodi korral FCFF lähenemist, millele järgneb FCFF mudel. Samas APV mudel ei ole leidnud väga palju kasutamist finantsspetsialistide poolt. FCFF populaarsuse põhjus võib tuleneda finantsjuhtimise põhimõtte käsitlesest. Väärtuskordajate seas on kõige laialdasemalt kasutusel EV/EBITA. See võib olla tingitud asjaolust, et EBITA on vabade rahavoogude ligikaudne väljendus, mis on ettevõtte väärtuse aluseks. (Kantšukov, Sander 2016: 164).

Tabel 1.2 Finantsanalüütikute poolt kasutatavate hindamismeetodite sagedus

Diskonteeritud rahavoogudel põhinevad mudelid				
	Sageli	Harva	Mitte kunagi	Skoor
FCFF	26	4	2	0.875
FCFE	10	16	6	0.563
Diskonteeritud dividendide mudel (DDM)	1	13	18	0.234
Muud	2	1	29	0.078
APV	0	3	29	0.047
Väärtuskordajatel põhinevad mudelid				
EV/EBITA	25	2	5	0.813
P/E	18	7	7	0.672
EV/S	14	11	7	0.609
P/B	15	7	10	0.578
EV/EBIT	13	11	8	0.578
EV/A	2	11	19	0.234
P/EBIT	3	7	22	0.203
Muud	5	2	25	0.188
P/EBT	2	7	23	0.172
Ettevõtte varadel põhinevad mudelid				
Raamatupidamisväärtus	11	14	7	0.563
Likvideerimisväärtus	9	18	5	0.563
Asendusväärtus	7	17	8	0.484

Allikas: (Kantšukov, Sander 2016: 164).

Lähtudes eelnevast teoreetilisest käsitlest sõltub ettevõtte väärtus tulevatest rahavoogudest ning kapitali kulukuse määrast. Siinkohal on juhtkonnal ja teistel huvigruppidel oluline mõista, millised tegevused loovad pikemas perspektiivis enim väärtust ehk genereerivad rahavoogusid tootlustasemel, mis ületab kapitali kulukuse määra. Unustamata seejuures, et ettevõtte peamine eesmärk on omaniku rikkuse maksimeerimine. Vastavale otsusele või tegevusele hinnangu andmiseks tuleks analüütikul valida ettevõtte omadustele sobiv hindamise mudel, mis annaks kõige täpsema ja objektiivse tulemuse.

1.2 Diskonteeritud vabade rahavoogude teoreetiline käsitus

Investeeringisprojektide ja ettevõtte väärtuse hindamiseks võib diskonteeritud rahavoogude analüüsi pidada üheks täpsemaiks ja paindlikumaks mooduseks. Finantsala teoreetikute arvates peegeldab käesoleval meetodil saadud hinnang kõige õigemini

sisemist väärtust ning ka praktikute seas leiab mudel enim kasutamist (vt tabel 1.2). Tulevikku suunatud *DCF* meetod võtab arvesse erinevad aspektid ja kaasab rahavoogude diskonteerimisele elemendid, mida raamatupidamisaruannetele tuginevad ja ajaloolistele andmetele baseeruvad meetodid ei arvesta (Yao *et al.* 2005: 209). Järgnevalt nimetatakse *DCF* mudeli kasutamise eelised (Seppa 2006: 40):

- hindamise aluseks on ettevõtte tulevased rahavood, mitte ajalugu;
- arvesse võetakse tulevased investeerimisvajadused ning nende investeeringute mõju, mis on tehtud mõõdetava perioodi t jooksul;
- saadud tulemustes ei kajastu raamatupidamisreeglite mõjud;
- arvesse võetakse risk ning raha ajaväärtus.

Rahvusvaheliseks standardiks kujunenud meetodi kohaldavust on leidnud tunnustust Eesti kohtupraktikas. Vastavalt kohtu seisukohale on diskonteeritud rahavoogude meetod aktsia hinna määramisel ettevõtte aktsiate ülevõtmisel igati sobilik. Nimetatud lahendi otsus on vastu võetud vähemusaktsionäride aktsiate sundusliku väljaostmise regulatsiooni taustal, kuid on tähendusrikas ühinemis- ja omandamistehingute ning muude tehingute kontekstis, mil tuleb hinnata äriühingu või aktsia väärtust, selle vähenemist või suurenemist. (Riigikohtu tsiviilkolleegium...2014)

Samas esineb praktilisel rakendamisel mitmeid tegureid, mis teevad *DCF* mudeli kasutamise küsitavaks. Fernandez ja Bilan (2007) esitlevad oma artiklis finantsspetsialistide poolt tehtavad põhilised vead väärtuse hindamisel, kategoriseerides neid kuude gruppi:

1. diskonteerimisprotsendi arvutamine seoses ettevõtte riskisusega,
2. rahavoogude prognoosimine ja arvutamine,
3. jätkuväärtuse kalkuleerimine,
4. ebajärjekindlusega ja kontseptuaalsusega seotud vead,
5. ettevõtte väärtuse tõlgendamine,
6. organisatsiooniga seotud vead.

Ühelt poolt mõjutavad saadud tulemusi kontrollimatud ja prognoosides arvestamata turutegurid ning juhtkonna suutlikkus planeeritud tegevuse elluviimisel. Mida haavatavam on majanduskeskkond, kus ettevõtte tegutseb, seda suurem on risk ootuste

realiseerumise suhtes. (Seppa 2006: 41) Teiselt poolt nõuab prognoosimine spetsiaalseid oskusi. Keeruline ei ole mitte rahavoogude diskonteerimine vaid nende komponentide (*value drivers*) hindamine. Spetsiifiliste teadmiste tase oleneb vastavate teadmistega agentide arvust ettevõttes (Jensen ja Smith Jr 2002, Seppa vahendusel 2006: 41). Üldiselt kehtib siin seos, et mida väiksem on firma, seda madalam on spetsiifiliste teadmiste tase.

Täiendavana võib välja tuua asjaolu, et *DCF* mudelite võrdlemine konkurentide või sektori näitajatega on komplitseeritud. Eelkõige on probleemiks informatsiooni puudulikkus uute investeeringute ja nende poolt loodavate rahavoogude kohta. Saadud tulemuste võrdlemine (*benchmarking*) on üks olulisemaid indikaatoreid äriühingute majandustulemuste hindamisel. Ettevõtte väärtus koosneb kahest komponendist – perioodi jooksul prognoositavatest rahavoogudest ning jääkväärtusest (*terminal value*). *DCF* mudel võib anda ebamõistlike tulemusi, kui majandus on kasvufaasis ning vajalike investeeringute tõttu on ettevõtte rahavood negatiivsed. (Seppa 2006: 42-43)

Selleks, et viia läbi diskonteeritud rahavoogude analüüsi on oluline teada selle tausta mõningaid eeldusi. Esiteks, varade väärtus on oodatavate rahavoogude funktsioon, mille korral on kõrgete ja prognoositavate rahavoogudega varade väärtus suurem kui madalate ja volatiivsete puhul (Damodaran 2006: 10). Teiseks, diskonteerimismäära kindlaks tegemisel on oluline teada riski ulatust. Mida kaugemale liigutakse ideaalsest olukorrast, seda keerulisem on teostada ettevõtte väärtuse hindamist diskonteeritud rahavoogudel. (Damodaran 2002: 19)

Eelneva kokkuvõttena võib öelda, et *DCF* lähenemine põhineb kahel kontseptsioonil: tulevikus loodavatel vabadel rahavoogudel ning nende diskonteerimisel tänasesse päeva riskitasemele vastava diskontomääraga (Volkart 2003: 254). Teisisõnu võrdub ettevõtte kui terviku või omakapitali väärtus tulevaste oodatavate rahavoogude diskonteeritud nüüdisväärtusega:

$$(1.1) \quad V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

kus V - vara väärtus käesoleval hetkel,

CF_t - rahavood perioodil t ,

n - vara eluiga,

r – rahavoo riskitasemele vastav diskonteerimismäär,

t - perioodide arv (Damodaran 2006: 10).

Üldiselt võib ettevõtte väärtuse hindamise protsessi *DCF* meetodil jagada neljaks etapiks: esmalt analüüsitakse ettevõtte ajaloolisi andmeid ja majandustulemusi, seejärel prognoositakse rahavood, määratakse kindlaks kapitali kulukuse määr ning viimasena diskonteeritakse prognoositud rahavood hindamishetke (Tark Grunde Sutkiene 2011: 130). Kuna protsessi kõik etapid on omavahel seotud, siis autori arvates on kriitilise tähtsusega just hindamise aluseks olevad eeldused. Väiksemadki muudatused vastavates eeldustes võivad avaldada mõju kvaliteetsele hinnangu andmisele. Autor peab vajalikuks kirjeldada järgmises tabelis 1.3 detailsemalt läbiviidavatest teguritest ettevõtte väärtuse hindamise etappides.

Tabel 1.3 Ettevõtte väärtuse hindamise etapid

Etapi nimetus	Etapi sisu
Ettevõtte algandmete töötlemine	Viimaste aastate (tavaliselt on ennustusperioodiks viis kuni seitse aastat) kasumiaruannete ja bilansside põhjal analüüsida ettevõtte ajaloolisi finantsnäitajaid, et prognoosida tuleviku finantsnäitajaid.
Majanduskeskkonna strateegiline analüüs	Hindaja analüüsib turgu, kus ettevõtte tegutseb, konkrentsiolukorda ning kasvuväljavaateid, tuues seejuures välja ettevõtte tugevused ja nõrkused.
Müügitulu prognoosimine	Tulude planeerimisel on soovitatav koostada üksikasjalik plaan, milles kajastuvad toote- või teenuste gruppide mahud. Tuleviku prognoosid peavad olema kooskõlas majanduskasvu näitajatega.
<i>Pro forma</i> aruannete koostamine prognoosisperioodi kohta	Müügist sõltuvate bilansikirjete kui ka kasumiaruande kirjete aluseks võtta müügiprognos, ülejäänud kirjete korral võtta sobivad majandusnäitajad. Aktiva ja passiva tasakaalustamiseks kasutada kirjeid üleliigne rahavaru (<i>excess cash</i>) ja/või lühiajaline laen (<i>unscheduled debt</i>).
Diskonteerimismäära hindamine	Tulenevalt valitud hindamismeetodist leida sobiv diskonteerimismäär, mis arvestab ettevõtte riskitaset.
Jätkuväärtuse hindamine	Peale prognoosisperioodi tekkivate rahavoogude leidmine.
Ettevõtte väärtuse arvutamine	Prognoositud rahavoogude diskonteerimine hindamishetkele.
Saadud tulemuste stsenaarium- ja sensitiivsusanalüüs	Kvantitatiivsetes hindamismudelites kasutakse sisendeid, mis võivad anda subjektiivseid hinnanguid ning mille usaldusväärsust ja objektiivsust on vajalik testida.

Allikas: (Haldma *et al.* 2003: 43; Koller *et al.* 2010: 190-191; Patena 2011: 5-7, 13; Tark Grunde Sutkiene 2011: 130-131); autori koostatud.

Täiendava etapina pärast plaaniperioodi müügitulude, kulude, vajaminevate investeeringute nii põhivarasse kui käibevarasse prognoosimist võib välja tuua tulevaste finantseerimisvõimaluste hindamise. Vastavate finantsprognooside koostamiseks kasutatakse peamiselt regressioonianalüüsi ja protsendimeetodit, mis on praktikas kõige levinum. Prognoosimisel ei seata eesmärgiks väga suurt täpsust, siis protsendimeetodit on võimalik rakendada (Tearu, Krumm 2005: 184-185):

- üksikute finantsnäitajate prognoosimisel;
- väliste finantseerimisallikate vajaduste prognoosimisel;
- ettevõtte kasumiaruande ja bilansi prognoosi koostamisel.

Koostatud *pro forma* bilanss ja kasumiaruanne on komponendid, millede kaudu prognoositakse eraldi äritegevuse rahavoo, investeeringute ja käibekapitali vajadused ning nende põhjal valmivad ettevõtte tulevased rahavood. Kuna tegemist on *DCF* meetodi olulisema sisendiga, mis baseerub analüütiku subjektiivsel hinnangul, mõjutab viimane suures ulatuses ettevõtte lõplikku väärtust. Seetõttu on hindajal vajalik vaadata koostatud prognoose kriitiliselt ning vältida levinumaid vigu, mida praktikas tehakse (Tark Grunde Sutkiene 2011: 136-137):

- kasvutempo ülehindamine – paarikümne protsendi kasvu saavutamine on suure töö tulemusel küll saavutav, kuid selle hoidmine pikema perioodi jooksul on jõukohane vaid vähestele ettevõtetele;
- investeeringute vajaduste alahindamine – äriühingutele prognoositav kiire kasv vajab enamjaolt ka suuremaid investeeringuid;
- üldkulude alahindamine – tihti peale eeldatakse, et ettevõtte üldkulud püsivad kiire kasvu juures stabiilsena, tegelikkuses läheb aga nii harva;
- mastaabisäästu ülehindamine – tulevased rahavooprognosid näevad sagedasti ettevõtetele ette seoses kasvuga olulise mastaabisäästu tootmis- ja tööjõukulude osas ning selle arvel brutomarginaali paranemise tasemeni, milleni ei pruugi ulatuda üksi teine samas sektoris tegutsev ettevõtte;
- ühe stsenaariumi prognoosimine – täpne ennustamine on keeruline, seega on soovitatav koostada mitu stsenaariumit.

Ettevõtte väärtuse hindamisel on üheks oluliseks sisendiks vabad rahavood. Fernandez ja Bilan (2007) märkisid oma uurimuses, et rahavoogude prognoosimisel eksivad finantsspetsialistid rahavoo mõiste definitsioonis. Raha, mida ettevõtte suudab oma äritegevusega teenida, arvestades tehtud investeeringud, mis on vajalikud tulevaste perioodide rahavoogude teenimiseks nimetatakse vabadeks rahavoogudeks (*free cash flow*) (Haldma *et.al* 2003:42). *DCF* mudeli rakendamisel on võimalus kasutada erinevaid rahavoogudel põhinevaid meetodeid: ettevõttele suunatud vabad rahavood (*free cash flow to firm* - *FCFF*), omanikele suunatud vabad rahavood (*free cash flow to equity* – *FCFE*), diskonteeritud dividendide mudel (*discounted dividends model* – *DDM*) ja kohandatud nüüdisväärtuse meetod (*adjusted present value* – *APV*). Autor käsitleb järgnevalt enamlevinumaid meetodeid finantsspetsialistide seas.

Ettevõttele suunatud vabad rahavood võrduvad summaga, mis tekivad äritegevuse käigus maksude järgsest rahavoost, millest lahutatakse põhivarasse ja puhaskäibekapitali investeeritud summad (Tark Grunde Sutkiene 2011:133):

$$(1.2) \quad FCFF = EBIT \times (1 - \text{maksumäär}) + \text{amortisatsioon} - \text{investeeringud põhivarasse} - \text{investeeringud puhaskäibekapitali},$$

kus *EBIT* (*earnings before interest and taxes*) - intresside ja maksude-eelne kasum,

$EBIT \times (1 - \text{maksumäär})$ – maksudejärgne kasum, mida nimetatakse ka *NOPAT*-iks (Volkart 2003: 253).

Teisisõnu on tegemist rahavooga, mida ettevõtte saab kasutada oma finantseerijatele (omanikele ja võlausaldajatele) tasumiseks kas dividendide, laenude tagasimaksete või intresside näol (Tark Grunde Sutkiene 2011: 133). Eesti tulumaksuseaduse kohaselt maksustatakse ettevõtte teenitud kasumit selle jaotamisel, mitte tekkimise hetkel. Seetõttu on eelnevat valemit võimalik lahti kirjutada järgnevalt:

$$(1.3) \quad FCFF = EBIT + \text{amortisatsioon} - \text{investeeringud põhivarasse} - \text{investeeringud puhaskäibekapitali}.$$

Investeeringud põhivarasse moodustavad perioodi jooksul põhivara soetamiseks või parandamiseks tehtud investeeringud, millest on lahutatud vaadeldava perioodi jooksul müüdud põhivarast teenitud summad. Investeering puhaskäibekapitali on

puhaskäibekapitali aastane suurenemine, mille leidmiseks tuleb näitaja arvutada alljärgneva valemi abil (Tark Grunde Sutkiene 2011:133):

$$(1.4) \text{ Puhaskäibekapital} = \text{käibevara} - \text{lühiajalised kohustused (v.a lühiajalised laenud)}.$$

Pärast ettevõtte poolt tulevikus genereerivata rahavoogude summa prognoosimist diskonteeritakse nüüdisväärtusesse kapitali kaalutud keskmise kulukuse määraga (*weighted average cost of capital, WACC*), mille abil arvutatakse ettevõttesse investeeritud kapitali hindade kaalutud keskmist väärtust kapitali liikide kaupa. Selle tulemusel on ettevõtte kui terviku väärtus leitav järgmise valemiga (Volkart 2003: 252):

$$(1.5) \quad V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t},$$

kus $FCFF_t$ - ettevõttele suunatud vabad rahavood ajahetkel t ,

$WACC$ – kapitali kaalutud keskmine kulukuse määr.

Oma põhimõttelt on vaba rahavoog omanikele sarnane vaba rahavooga ettevõttesse, siiski FCFE meetod kirjeldab ettevõtte omanikele suunatud rahavoogu (Tark Grunde...2011: 135). Ärikasumist lahutatakse peale investeringuid põhivarasse ja käibekapitali veel laenukapitali kulud (olemasolevate laenude intressid, põhiosa maksed) ning juurde liidetakse planeeritud laenud:

$$(1.6) \quad FCFE = EBIT + \text{amortisatsioon} - \text{investeeringud põhivarasse} - \text{investeeringud puhaskäibekapitali} - \text{intressi kandev laenukapital} + \text{uued laenud}.$$

Aktsionäridele suunatud vabade rahavoogude meetodi puhul diskonteeritakse ainult omanikele laekuvaid rahavoogusid omakapitali kulukuse määraga, mille matemaatiline valem on järgmine (Volkart 2003: 253):

$$(1.7) \quad V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t},$$

kus t – periood,

k_e - omakapitali kulukuse määr.

Teoreetiliselt on mõlema vabade rahavoogude meetodi kaudu leitud ettevõtte kui terviku väärtus võrdne. Enam kasutatakse praktikas FCFF meetodit, sest ettevõttele suunatud vabad rahavood on kohustuste (laenukapital) eelsed rahavood. Mida kaugemale tulevikku vaadatakse, seda keerulisem on finantsvõimenduse muutudes hinnata uusi laenukohustusi ja nende tagasimakseid. Täiendavalt tuleb lisada, et kapitali kaalutud keskmise kulukuse määra hindamiseks on analüütikul vajalik teada andmeid võlasuhte määrade ja intressimäärade kohta. (Damodaran 2006: 29-30) Lisaks on FCFE ajas palju muutlikum ning sagedamini ka negatiivne (Tark Grunde Sutkiene 2011: 135).

Tavaliselt eeldatakse, et hinnatav ettevõtte tegutseb igavesti ehk lähtutakse jätkuvuse printsiibist. Kuna rahavoogude prognoosimine aegade lõpuni on teostamatu, siis on ettevõtte tulevikku võimalik vaadelda kahe perioodi lõikes: detailne prognoosiperiood ning stabiilse kasvu periood. Pärast detailset prognoosiperioodi saabub stabiilse kasvu periood, kus lõppeb vabade rahavoogude edasine prognoosimine ning määratakse ettevõtte jätkuväärtus (Laid 2003). Järgneva valemi alusel arvutatakse ettevõtte väärtus, kus hindamisel eristatakse ennustusperioodi loodavate rahavoogude väärtust ja jätkuperioodil loodavate rahavoogude väärtust ehk jätkuväärtust:

$$(1.8) \quad V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{V_T}{(1+WACC_T)^T} + V_{NON},$$

kus V_T - jätkuväärtus,

V_{NON} - äritegevuses mitteosaleva vara väärtus.

Eelpool esitatud valmi kohaselt on leitud tulemusele juurde liidetud äritegevuses mitteosaleva vara väärtus. See tuleneb asjaolust, et diskonteerimisel saadud rahavoogude nüüdisväärtus näitab üksnes ettevõtte põhitegevusega seotud varade väärtust (Damodaran 2006: 29). Tegelikuses omavad enamus organisatsioone varasid, millel on väärtus, kuid nendest tekkivad rahavood ei kajastu ärikasumis. Seetõttu võib öelda, et nendelt varadelt genereeritud rahavood ei peegeldu ettevõttele suunatud rahavoogude prognoosis. Leidmaks ettevõtte kui terviku väärtust on vajalik hinnata neid eraldi ja liita diskonteeritud rahavoogude prognoosi. (Koller *et al.* 2010: 115) Eelkõige

mõeldakse põhitegevusega mitteseotud varade all üleliigset rahavaru ning vähemusosalust konsolideerimata sidus- ja tütarettevõtetes (Damodaran 2009: 29).

Ettevõtte jätkuväärtus (*continuing value* – CV, Koller *et. al*), ettevõtte jääkväärtus (*residual value* - RV, Fernandez) või lõppväärtus (*terminal value* - TV, Damodaran) nimetatakse prognoosiperioodi lõpu perpetuiteetse rahavoo nüüdisväärtust. Jätkuväärtuse määramiseks on välja toodud erinevad alternatiivid (Laid 2003: 4-5):

- likvideerimisväärtus – sobilik, kui ennustusperioodi lõpus kaalutakse ettevõtte likvideerimist, ent normaalolukorras alahindab toimiva ettevõtte jääkväärtust oluliselt;
- hinna/tulude (*price-to-earnings* – P/E) suhtarv – parimaks võrdlusbaasiks on börsil kaubeldavate ettevõtete vastavad suhtarvud, mis sarnanevad enim hinnatava ettevõttega;
- raamatupidamisväärtus – enamasti annab konservatiivse ettekujutuse ettevõtte jääkväärtusest;
- muutumatu perpetuiteet ilma kasvuta – iga aastane rahavoog jagatakse diskontomääraga;
- lõpmatu stabiilse kasvu mudel – kindla kasvumääraga kasvava lõpmatu rahavoogude jada hetkeväärtus on järgmise perioodi rahavoog jagatuna diskonto – ja kasvumäära vahega.

Enamasti kasutatakse jätkuväärtuse leidmiseks lõpmatu stabiilse kasvu mudelit (*constant growth model*), mida tihti nimetatakse Gordoni kasvumudeliks ning kasvava rahavoo nüüdisväärtuse arvutamise valem avaldub järgmiselt (Damodaran 2002: 359):

$$(1.9) \quad V = \frac{FCFF_1}{k_e - g_n},$$

kus $FCFF_1$ - prognoositav rahavoog esimesel aastal,

k_e - nõutav tulumäär investeeringutelt,

g_n - rahavoo juurdekasvutempo.

Täpsema hinnangu saamiseks peab kasvumäär olema võrreldes ettevõtte tegevuspiirkonna majanduskasvuga kas väiksem või võrdne (Koller *et al.* 2010: 188). Seetõttu võib öelda, et Gordoni kasvumudeli eelduseks on hinnatava ettevõtte jõudmine stabiilsesse arengustaadiumi ning majanduskasvust aeglasem kasv. Täiendavalt on oluline lisada, et stabiilsest arengustaadiumist võib tuleneda mõni piirang. Nimelt peaks vaba rahavoo prognoosides võtma investeeringud põhivarasse enam-vähem võrdseks kulumiga. Üldjuhul ei tee äriühing tohutuid investeeringuid vaid hoiab saavutatud taset. Kapitali kulukuse määra puhul peaks omakapitali kulukuse määr olema turu keskmise lähedal (puudub suur riskipremia). (Zirnask 2008: 139-140) Ettevõtte, mis saavutab n aasta jooksul stabiilse olukorra ja hakkab arenema muutumatu kasvutempoga, väljendatakse tema väärtust järgmiselt (Damodaran 2006: 28):

$$(1.10) \quad V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(1+WACC)^n \cdot (WACC - g_n)},$$

kus g_n - stabiilne kasvumäär n aastaga.

Kuna käesoleva magistritöö baseerub ettevõttele suunatud rahavoogude mudelil, siis on võimalik rakendada Koller *et al.* (2010: 111) soovitud valemit jätkuväärtuse leidmiseks:

$$(1.11) \quad CV_t = \frac{NOPLAT_{t+1} \times (1 - \frac{g}{RONIC})}{WACC - g},$$

kus CV_t – ettevõtte väärtus jätkuväärtuse alguses,

$NOPLAT_{t+1}$ – normaliseeritud maksudega kohandatud ärikasum esimesel aastal peale detailse prognoosiperioodi lõppu,

g - $NOPLAT$ i oodatav kasvumäär,

$RONIC$ - oodatav tulumäär uutelt investeeringutelt,

$WACC$ - kapitali kaalutud keskmine kulukuse määr.

Ülaltoodud valemit on võimalik viia lihtsustatule kujule (Damodaran 2006: 27):

$$(1.12) \quad V_{cont} = \frac{FCFF_1}{(WACC - g)},$$

kus V_{cont} - ettevõtte väärtus jätkuperioodi alguseks,

$FCFF_1$ – normaliseeritud rahavood esimesel aastal peale prognoosperioodi,

g - rahavoogude oodatav kasvumäär,

$WACC$ - kapitali kaalutud keskmine kulukuse määr.

Ettevõtte väärtuse hindamise idees on omakapitali investeerijad ja laenuandjad kui partnerid. Siiski rahuldatakse eelisjärjekorras laenuandjate nõuded (Damodaran 2006: 27), st omakapitali väärtus leitakse ettevõtte väärtusest lahutatud laenukohustuste (intressikandvad kohutused) väärtus:

$$(1.13) \quad \text{omakapitali turuväärtus} = \text{ettevõtte väärtus} - \text{laenukapitali väärtus}$$

Juhul, kui diskonteeritud vabade rahavoogude alusel on leitud ettevõtte omanike vara väärtus, siis võib tekkida vajadus kasutada lõpliku omakapitali väärtuse hindamisel mõningaid korrigeerimisi diskontode ja preemiate näol. Pratt (2009: 2-4) jaotab neid kahte kategooriasse:

1. Ettevõtte tasandi diskontod ja preemiad (*entity level discounts and premiums*) – mõjutavad ettevõtte kui terviku väärtust ning kasutamise põhjused võivad tuleneda võtmeisiku olulisest rollist äriühingus. Seetõttu võib eeldada, et viimase lahkumisel võib ettevõtte väärtus tugevasti langeda või lõppeda tegevus, st tugev sõltuvus võtmeisikust muudab äriühingu riskantsemaks. Enamjaolt jääb võtmeisiku diskonto (*key-person discount*) suurus vahemikku 10%-25%. Nimetatud diskonto kasutamise vajadus võib tuleneda potentsiaalsest keskkonnaalasest vastutusest või pooleli olevast kohtuasjast.
2. Omanike tasandi diskontod ja preemiad (*shareholder level discounts and premiums*) - avaldab üksnes mõju omakapitali väärtusele ning rakendamise vajadus võib tuleneda mittelikviidsusest või osaluse suurusest (vähemusosaluse diskonto ja kontrollpreemia). Mittelikviidsusdiskonto (*marketability discount*)

korral on tegemist allahindlusmääraga, mida kasutatakse börsil mittenoteeritud ettevõtete puhul ning suurus asub vahemikus 10%-40%.

Enne töösse rakendamist on oluline *DCF* mudeli kaudu leitud tulemusi testida. Kuna meetod põhineb prognoosidel, siis on vajalik kontrollida muutuste mõjusid eeldustes. Sensitiivsusanalüüs (*sensitivity analysis*) võimaldab hinnata mitmesuguste tegurite mõju ettevõtte tegevuse näitajatele tulevikus. Seetõttu nimetatakse käesolevat meetodit mis-siis-kui (*what if*) analüüsiks. Paraku saab korraga muuta vaid üht näitajat, kuigi tegelikult on erinevad parameetrid omavahel tavaliselt suuremas või väiksemas seoses: see tähendab, et kui muutub üks, siis muutub teatud määral ka teine. Samuti näitab sensitiivsusanalüüs üksnes muutuste mõju nüüdisväärtusele, mitte aga selle muutuse tõenäosust. (Zirnask 2012: 2)

Stsenaariumi analüüsi (*scenario analysis*) puhul hinnatakse projekti väärtust erinevate sisendparameetrite komplektide korral. Tavaliselt põhineb see kolmel stsenaariumil: baas-, pessimistlik ning optimistlik prognoos. Ettevõtte hindamisel on kõige olulisem baasstsenaarium (*base-case scenario*), mille korral lähtutakse majandusliku arengu ja ettevõtte tegutsemise tõenäolisematest eeldustest (Tearu, Krumm 2005: 184). Siinkohal peab tähelepanu olema suunatud juhtkonna usaldusväärsusele, sest neil võib olla isiklik ajend kasvatada ettevõtte ülevõtmise hinda ning seetõttu võivad anda kallutatuid hinnanguid (Steiger 2008: 6).

Pessimistlikus stsenaariumis (*worst-case scenario*) lähtutakse tagasihoidlikust majanduslikust arengust ning ettevõtte tootmis- ja müügiprognoosidest. Selline nn avariiplaan peab välja selgitama äriühingu ellujäämise võimalused halbades majanduslikes tingimustes. Prognoosis tuuakse ära kulutuste vähenemise teed ning allüksuste võimalik müük või likvideerimine. Optimistlik stsenaarium (*best-case scenario*) näeb ette ettevõtte tegutsemise eriti soodsates majanduslikes oludes, milles kajastatakse äriühingu tegevuse laienemist koos vajaminevate finantsressurssidega. (Tearu, Krumm 2005: 184)

Teisisõnu töötab autori arvates ettevõtte väärtuse hindamine *DCF* meetodil ringikujuliselt. Pärast genereeritud rahavoogude diskonteerimist testitakse saadud tulemusi, et kontrollida hinnangu aluseks olevate eelduste paikapidavust. Vajadusel

korrigeeritakse vastavaid andmeid ning arvutatakse uuesti ettevõtte väärtus. Diskonteeritud rahavoogude meetod on küll aeganõudev ja keeruline, kuid analüüs sunnib hindajat süvenema ettevõtte äritegevuse detailidesse, aru saama nendest ning vältima subjektiivseid hinnanguid.

1.3 Kapitali kulukuse määr ettevõtte väärtuse hindamise raamistikus

Hindamisprotsessi oluliseks võtmeelemendiks võib pidada kapitali kulukuse määra (*cost of capital*). Tegemist on nõutava tulunormiga (*required rate of return*), mida ettevõtte peab teenima rahuldamaks investorite, olgu siis selleks potentsiaalne laenuandja või aktsionär, rahapaigutust teatud riskitaseme juures. Ühelt poolt on see kompensatsioon võetud riski eest, teiselt poolt kapitali alternatiivkulu. (Tark Grude Sutkiene 2011: 139)

Ettevõtte väärtuse hindamisel *DCF* meetodiga kasutatakse just kapitali kulukuse määra rahavoo diskonteerimisel ning nüüdisväärtuse leidmisel. Rakendatav diskontomäär peab sisaldama investori nõutavat tulunormi ning kapitali kaasamisega seotud kulutusi. Omakorda peaks investori nõutav tulunorm sisaldama riskivaba tulunormi, mis kompenseerib tarbimise edasilükkamisest tingitud ebaseeldivused, rahaostujõu vähenemise investeerimishorisondi jooksul ning riskipreemiat, mis hüvitab rahavoogudega seotud riskitaset. (Kask, Lukason, Sander 2012: 297) Võetava riski suurus sõltub nii kapitali liigist (laenukapital, liht- ja eelisaktsiakapital), ettevõtte iseloomustavatest näitajatest (tegevusvaldkond, finants- ja tegevusvõimendus), tagatise olemasolust ja liigist ning sellest kui pikaks ajaks kapital ettevõtte kätte usaldatakse (laenukapitali korral) (Sander 2003: 1).

Enamasti finantseeritakse äriettevõtteid oma- ja võõrkapitali kombinatsiooniga. Seetõttu võetakse diskonteerimismäära leidmisel arvesse mõlema kapitali liigi keskmine hind (Mian, Velez-Pareja 2007: 24) ehk kapitali kaalutud keskmine kulukuse määr (*weighted average cost of capital*, *WACC*) on arvutatav järgneva valemi abil (Koller *et al.* 2010: 113):

$$(1.14) \quad WACC = \frac{D}{D+E} \times k_d(1 - T) + \frac{E}{D+E} \times k_e,$$

kus k_d – võlausaldajate nõutav tulunorm ehk laenukapitali kulukuse määr,

k_e – aktsionäride nõutav tulunorm ehk omakapitali kulukuse määr,

D – laenukapitali väärtus,

E – omakapitali väärtus,

T – ettevõtte tulumaksumäär.

Finantseerimisallikate osakaalusid ettevõtte kapitalistruktuuris on võimalik hinnata sõltuvalt WACC kasutusotstarbest kas bilansiliste või turuväärtuste baasil. Ülaltoodud valemis on laenukapitali kulukuse määr korrutatud läbi teguriga üks miinus ettevõtte tulumaksumäär. Riikides, kus on klassikaline tulumaksusüsteem, toimub omakapitalilt teenivate tulude maksustamine kaks korda. Laenukapitaliga seonduvaid intresse vaadeldakse äriühingu tasandil kuludena ning saaja tasandil maksustatakse neid üks kord. Nendes riikides annab laenukapitali kasutamine võimaluse alandada ettevõtte ja sellesse oma raha paigutanud investorite summaarset maksukoormust (võib tekkida nn maksukilp) ning vähendab kapitali kulukuse määra. Eestis toimub oma- ja laenukapitali korral tehtavate väljamaksete ühekordne maksustamine ning võõrkapitali rakendamine maksueelist kaasa ei too. (Sander 2003: 3) Seega kasutatakse Eestis tegutsetavate ettevõtete puhul, samuti käesolevas magistriöös, alljärgnevat valemit:

$$(1.15) \quad WACC = \frac{D}{D+E} \times k_d + \frac{E}{D+E} \times k_e.$$

Kuigi kapitali kulukuse määra hindamist lähenemist peetakse suhteliselt lihtsaks, siis pole meetod ilma puudusteta. Koller *et al.* (2010) toob välja, et diskonteerides tulevasi rahavoogusid konstantse kapitali kulukuse määraga, on ettevõttel oluline hoida oma kapitalistruktuuri stabiilsena. Juhul, kui äriettevõtte plaanib muuta võõr- ja omakapitali vahekorda, siis peab ta seda arvestama kapitali kaalutud keskmise kulukuse määra arvutamisel. (Koller *et al.* 2010: 114)

Laenukapitali kulukuse määr (*cost of debt*) koosneb nii võlausaldajate nõutavast tulunormist kui ettevõtte poolt laenukapitali kaasamiseks tehtavatest täiendavatest

kuludest (Sander 2014: 5). Võlausaldaja nõutav tulunorm on sõltuv mõnedest muutujatest nagu hetkel kehtivast intressimäärast, mille suurenedes kasvab ettevõtte kapitali kulukuse määr ning makseriskist (*default risk*). Tegemist on riskiga, mille korral äriühing ei ole võimeline tasuma kohustuste tagasimakseid ning nendega seotuid intressimakseid. (Damodaran 2002: 208) Üsna sageli võetakse laenukapitali kulukuse määra arvutamise aluseks ettevõtte olemasolevate laenude keskmine intress. Selline lähenemine ei peegelda võõrkapitali hetkehinda ning täpsema hinnangu saamiseks peaks kasutama pikaajalist baasintressimäära ja äriühingu viimase laenu riskimarginaali. (Tark Grunde Sutkiene 2011: 141)

Omakapitali kulukuse määr (*cost of equity*) sõltub omanike nõutavast tulunormist, mida investorid soovivad saada ettevõtte aktsiate hoidmisega seotud riskide kandmise eest (Steiger 2008: 7). Näitaja suuruse hindamiseks on võimalik kasutada kahte lähenemist: ajaloolisi andmeid või rahandusteoreetilisi mudeleid (CAPM-, APT-, või Grodoni mudel) (Kõomägi 2006: 151). Kõige laialdasemalt rakendatakse finantsvarade hindamise mudelit (*capital asset pricing model, CAPM*), mille korral leitakse nõutav tulumäär (k_e) alloleva valemi kaudu (Fernandez 2013: 13):

$$(1.16) \quad k_e = R_f + \beta(R_m - R_f),$$

kus k_e – aktsionäride nõutav tulumäär ehk omakapitali kulukuse määr,

R_f - riskivaba tulumäär,

R_m - aktsiaturgude oodatav tulusus,

β – beetakordaja ehk aktsia süstemaatiline risk.

Teisisõnu kujuneb omakapitali kulukuse määr kolme sisendi: riskivaba tulumäära, riskimõõdiku beeta ja riskipreemia ($R_m - R_f$) koosmõjul. Teoreetiliselt peaksid kõik kolm komponenti olema suunatud tulevikku, siiski praktikas kasutatakse teistsuguseid lähenemisi, eriti riskivaba tulumäära hindamisel.

Praktikute seas levinum meetoodika omakapitali kulukuse määra leidmisel satub aegajalt teoreetikute kriitika alla, eriti CAPMi riskimõõt – beetakordaja. Fama ja French (1996) leidsid oma uuringus, et beeta koefitsiendi ja vara tegeliku keskmise tulususe

seos on staatiliselt nõrk, sest beetasid ei korrigeerita ettevõtte suuruse suhtes ning ainult beetast üksi ei piisa, et kirjeldada vara tulusust. *CAPM* mudeli täienduseks on juurde lisatud ettevõtte suurus ning aktisa bilansilise ja turuväärtuse suhtarv (P/B) (*Fama and French Three Factor Model – FF3FM*). (Fama, French 1996: 1947-1948) Finantsanalüütikute seas ei ole mitmefaktorilised mudelid laialdast kasutust leidnud oma keerukuse tõttu.

Finantsteooria kohaselt on omakapitali kulukuse määra üheks sisendiks riskivaba tulumäär (*risk-free rate* - R_f), mis peegeldab oodatavat tulusust pikaajaliselt investeringult, mille tegelik tootlus on täpselt teada. Seetõttu peab riskivaba investering olema vaba makseriskist ja reinvesteerimismäära riskist. Viimase puhul saab selliseks instrumendiks olla vaid nullkupongi-võlakiri (*zero-coupon bond*). Mida kõrgem on riskivaba tulumäär, seda suuremaks kujuneb diskonteerimismäär ning seda madalamaks nüüdisväärtus diskonteeritud rahavoogude hindamismudeli korral. (Damodaran 2008: 4-6)

Käesolev riskivaba instrument ei ole konstante suurus vaid ajas pidevalt muutuv, sõltuvalt sellest, milline on keskpanga rahapoliitika ja olukord rahvusvahelisel finantsturgudel. Riskivaba tulumäära mõõdupuu leidmiseks on kolm võimalust (Karu, Zirnask 2001: 79-80):

1. Kasutada valitsuse lühiajaliste võlakirjade tulumäära. Siinkohal on oluline, et instrument oleks vaba makseriskist ning oleks samas valuutas kui on rahavood, mille jaoks nõutavat tulunormi hinnatakse (Sander 2014: 5) Koller *et al.* (2010: 241) soovitab Euroopa ettevõtete hindamisel võtta aluseks Saksamaa võlakirjad, mis on suurema likviidsusega ja madalama krediidiriskiga võrreldes teiste Euroopa riikide võlakirjadega.
2. Esimese aasta aluseks võtta valitsuse lühiajalise võlakirja hetke turuintressimäär, järgnevatel perioodidel selle *forvard*-intressimäär (see tuleneb hinnast, millega on võimalik lühiajalisi võlakirju ette osta). Käesoleva meetodi kasutamine on praktikas keeruline ning lisaks ei ole see täpsem kui teised meetodid.
3. Rakendada valitsuse pikaajalise võlakirja tulumäär. Oma iseloomult on 10-aastane võlakiri aktsiatele palju lähedasema iseloomuga investering kui aastase tähtajaga võlakiri.

Üheks olulisemaks parameetriks CAPM mudelis on beeta (*beta-β*), mis iseloomustab vaatlusaluse aktsia (ettevõtte) tundlikkust turumuutustele. Sisuliselt on beetakordaja näol tegemist süstemaatilise riski indeksimõõdikuga. Süstemaatiline risk on see osa väärtpaberiga seotud riskist, mida pole võimalik portfelli koostamisega hajutada. Beetakordajat on võimalik leida järgmise valemi kaudu (Kõomägi 2006: 153):

$$(1.17) \beta = \frac{cov_{im}}{\sigma_m^2},$$

kus cov_{im} - aktsia i tulumäära ja turutulumäärade vaheline koovariatsioon,

σ_m^2 - turutulumäära dispersioon.

Mittenoteeritud ettevõtete puhul ei saa eelnevat beetakordaja valemit kohaldada. Probleemi lahenduseks on Damodaran (2002) välja pakkunud hinnangulise lähenemisviisi, mille korral kasutada samade tegevusalade avalike ettevõtete beetakordajate keskmist, mida korrigeeritakse vastava äriettevõtte finantsvõimendusega. (Damodaran 2002: 154) Fernandez (2008: 6-9) annab oma artiklis ülevaate finantsvõimendusega ja finantsvõimenduseta näitajate omavaheliste seoste erinevatest käsitlustest. Kõige levinumaks meetodiks nimetab ta nn praktikute meetodit, mida rakendavad konsultandid ja investeerimispankurid ning mida iseloomustab allpool toodud valem:

$$(1.18) \beta_L = \beta_U \times (1 + \frac{D}{E}),$$

kus β_L - finantsvõimendusega beeta (*levered beta*),

β_U - finantsvõimenduseta beeta (*unlevered beta*),

$\frac{D}{E}$ - laenu- ja omakapitali suhe ettevõtte kapitalistruktuuris (Fernandez 2008: 9).

Lisaks on võimalik rakendada nn raamatupidamislikke beetasid (*accounting beta*), mis kasutavad regressioonimudelid raamatupidamislikke omakapitali tulususi (*return on equity*) (Sander 2014: 14).

Kolmandaks komponendiks omakapitali kulukuse määra leidmisel on turu riskipreemia (*market risk premium* - R_m), mis on defineeritav turuportfelli oodatava tulususe osana, mis ületab riskivaba aktiva tulusust. Käesoleva termini tähistamiseks kasutatakse nelja olulist mõistet:

- ajalooline riskipreemia (*historical risk premium*) – ajaloolise riskivaba instrumendi ja aktsiaturu tootluse vahe;
- oodatav riskipreemia (*expected risk premium*) – riskivaba instrumendi oodatava tootluse ja aktsiaturu oodatava tootluse erinevus;
- nõutav riskipreemia (*required risk premium*) – täiendav tulusus, mida nõuab investor investeerimaks riskantsete aktive portfelli;
- sisemine riskipreemia (*required risk premium*) – nõutav riskipreemia, mis leitakse väärtuse hindamise mudeli kaudu. (Fernandez 2006: 3)

Nii nagu CAPM mudeli ühe sisendiks oleva riskimõõdu puhul tuleb ka tururiskipreemia hindamisel lähtuda tulevikku vaatavatest näitajatest. Tegelikult kasutatakse enamasti ajaloolisi näitajaid oma lihtsamalt leitavuse tõttu. Keskmise ajaloolise riskipreemia tuletamiseks on võimalik kasutada aritmeetilist või geomeetrilist lähenemist. Arenevate turgude korral on soovitatav lisada riigiriskipreemia, mis on leitav riigi krediidiireitingu põhjal. (Kõomägi 2006: 154) Seetõttu Eesti ettevõtete riskivaba tulumäära arvutamise korral lisatakse riiklike võlakirjade tulususe baasile Eesti riigiriski preemia (Tark Grunde Sutkiene 2011: 141).

Väikeettevõtete hindamisel on oluline arvestada veel täiendava riskipreemiaga, sest nende väiksus tingib tulude suurema volatiilsuse, aktsiate madalama likviidsuse ning võib esineda raskusi täiendava kapitali hankimisel. Eesti väikeettevõtja, kes ei diversifitseeri, peaks omakapitali kulukuse määra leida järgmise valemi alusel (Sander 2009: 4):

$$(1.19) \quad k_e = R_f^* + \beta_T \times RP_m^* + RP_S,$$

kus R_f^* - arenenud riigi valitsuse võlakirja *YTM*,

RP_m^* - tururiskipreemia korrigeerituna Eesti riigi riskiga,

RP_S – väikeettevõtte riskipreemia,

β_T - aktsia koguriski beetakordaja.

Tulenevalt ülalmainitud komponentide kirjelduse kokkuvõtena kasutab autor käesolevas töös CAPM mudeli valemit järgmiselt:

$$(1.20) \quad k_e = R_f + \left[\beta \times \left(1 + \frac{D}{E} \right) \times RP_m^* \right] + RP_S$$

Täiendava kapitali kaasamisel tuleb arvestada lisaks omanike nõutavale tulunormile emissioonikuludega (*flotation costs*), emissiooniga kaasnevale kontrolliõiguse (*control rights*) jagunemise muutusega ning uute aktsiate omandamisel seniste aktsionäride ostuõigusega (*subscription rights*). Leidmaks kapitali kulukuse määra ja tema komponente on oluline arvestada eelkäsitletud nüanssidega ning pidades seejuures meeles, et tegemist on ikkagi hindajast sõltuva subjektiivse hinnanguga.

1.4 Mootorikütuse jaehinna kujunemine kütuseettevõttes

Bensiinijaam on jaemüüja, kes ostab mootorikütust hulgimüüjalt ning müüb toodangu edasi tarbijale. Sarnaselt teiste jaemüüjatega võistlevad ka tanklad hindade, kvaliteedi ja pakutavate teenuste osas. Ometigi leidub mootorikütuse jaemüügil mitmeid tunnuseid, mis eristavad seda teistest jaemüügi liikidest (Hosken *et al.* 2008: 1427):

1. Tanklate korral ei ole pakutava teenustekomplekti ostmine tarbijale nii oluline kui teiste jaemüüjate korral. Peaaegu iga klient ostab esmajärgus kütust mootorisõidukile vaid väiksem osa ostab ka muid kaupu. (Hosken *et al.* 2008: 1427) Tänapäevaks on tanklapoed asendunud mugavuspoodideks, kus ostjal on võimalik kiiresti soetada endale esmatarbekaupu. Magistritöö autori arvates hindavad tarbijad järjest enam lisaks kvaliteetsele kütusele ka kvaliteetset kohvi ja kiirtoitu. Seetõttu võib väita, et pakutav teenusekomplekt on kliendile muutunud järjest olulisemaks.
2. Kütus on vastupidiselt paljudele muudele kaupadele homogeensem.

3. Nii tankla kui ka tarbija ei saa oma ladudes hoida märkimisväärsed tootekoguseid.

Autori arvates kuulub käesoleva töö uurimisobjektiks oleva kütuseettevõtte oma tegevuse olemuselt ühelt poolt jaekaubanduse valdkonda ning teiselt poolt naftatööstuse sektorisse. Naftakompanii väärtuse määravad hindamise ajal olevad reservide mahud, tootmise tasemed ning toormehinnad. Kütuse jaemüügiga tegeleva ettevõtte väärtuse loomisel on samuti olulised mootorikütuse varude mahud, kättesaadavus ning müügihind. Seetõttu on äriettevõtte juhtkonnal tähtis keskenduda neile mõjuritele, sest väärtusloome kontekstis on peamisteks teguriteks müügitulud ja nendega kaasnevate vabade rahavoogude kasv, mis omakorda sõltuvad müüdava toote kogusest, kvaliteedist ning müügihinnast.

Väärtuse loomisel on võimalus kasutada toodete hinnakujundamise strateegiaid: kulu-, kliendi- või konkurentsipõhine hinnakujundus. Kui ettevõtte tahab tõsta toote hinda, siis parandab ta sellega oma ärikasumi rentaablust, kuid vähendab müüki (samuti kapitali käibekordajat). Tulude kahanemise ulatus oleneb nõudluse elastsusest ning konkurentsi suurusel turul. Michael E. Porter on ettevõtetele välja toonud kaks hinnastrateegia võimalust:

- olla mahuliider, kes hinna langetamisel loodab kompenseerida seda müüdava koguse arvelt. Siinkohal peab ettevõttel olema konkurentide ees väga suur kulueelis, sest lihtsalt hinna langetamine võib vallandada hinnasõja.
- tegutseda hinnaliidrina, kes hinna tõstmisel loodab, et koguste vähenemisest tulenev mõju on äriettevõttele väike. (Hammer 2005)

Praktiliselt on hind ainus element, mis otseselt toodab tulusid ning lühiajalised hinnamuutused avaldavad mõju kasumimarginaalile ja käibe. Seetõttu on hind ka üks tähtsamaid ettevõtte väärtust mõjutavaid komponente. (Kaarna, Miljan 2005: 129) Käesoleva magistritöö uuritava ettevõtte tegevusvaldkonnast lähtuvalt on oluliseks väärtust mõjutavaks sisendiks mootorikütuse hind, mis on avalikkuses meedia poolt kõige kajastatavam ning nii tarbijate kui konkurentide poolt kõige jälgitavam. Seetõttu peab autor vajalikuks teoreetilise baasi koostamisel välja selgitada tegurid, mis mõjutavad kütuse jaehinna kujunemist.

Toornafta on peamine sisend bensiini ja diisli tootmises. Seega võib eeldada, et nafta hind maailmaturul on esmane mõjur mootorikütuse hinnale (Bachmeier, Griffin 2003: 772). Rafineerimata nafta hinna osakaal varieerub kütuse jaehinnas nii ajas kui ka regiooniti. Mitmete uurimistöödega on modelleeritud nafta hinna mõju mootorikütuse jaehinnale ning statistiliste meetodite kaudu on leitud tõendeid hinna asümmeetria kohta. Asümmeetrilist hinnamuutust nimetatakse nähtuseks, mille korral kasvavad hinnad kiiremas tempos kui langevad (Ray 2006: 131). Siinkohal on oluline märkida, et mööda naftatoodete tarneahelat esineb mitmeid hinasid. Seetõttu on esmalt vajalik eristada, millisel turustusahela (näiteks piirkondlik hetketurg, hulgimüüja ja jaemüüja) hetkel täheldatakse asümmeetriat. (Bachmeier, Griffin 2003: 772) Borestein *et. al* (1997) tõid oma uuringus välja, et jaemüügi tasandil reageerib mootorikütuse hind kiiremini toornafta hinnatõusule kui -langusele. Ühe sendise naftahinna tõusu korral oli kütuse jaehind kahe nädala pärast keskmiselt 0,55 senti kallim, kuid toornafta hinna languse tagajärjel oli vedelkütuse jaehind ainult 0,18 senti madalam. Samuti näitasid nende tulemused, et üle poole asümmeetriast oli tingitud kütuse korrigeeritud hulgihindades ning ülejäänud osa moodustas jaehinna tasandil. (Houde 2010: 2)

Seetõttu võib öelda, et hinnamuutused ühel tasandil ei väljendu koheselt teistel tasanditel vaid mõneajase viitega. Lühiajaliselt on tavaline, et toornafta hinnamuudatused erinevad rafineeritud toodete hinnamuutustest, siiski on nad pikema perioodi vältel tihedalt üksteisega seotud. (OECD 2013: 13)

Tanklates müüdavatel diiselkütusel ja mootorbensiinil on eraldi kaubaturud (nii füüsiline kui ka finantsturg), kus tootjate ning tarnijate vahelise nõudluse ja pakkumise tasakaalu tulemusena kujuneb naftatoodete maailmaturuhind. Euroopas väljastab vastavat informatsiooni rahvusvaheline agentuur *European Marketscanis Platts* (edaspidi *Platts*). Igal pangapäeval ja kindal kellaajal (Londoni aja järgi kell 16:30) avaldab *Platts* noteeringute aritmeetilise keskmise hinna, mis baseerub ettevõtte kindlaksmääratud metoodikal. Hindamisprotsessis analüüsitakse päeva madalamat ning kõrgemat hinda, ostu- ja müügisoovide vahemikku, tehingute toimumise kohta ja aega, spetsiifilisi tingimusi ning vedelkütuse päritolu, kvaliteeti ja müügi-ostu mahtu. (Platts 2017) Seega kujuneb ettevõttele kütuse ostuhinnaks vastavalt sõlmitud lepingule

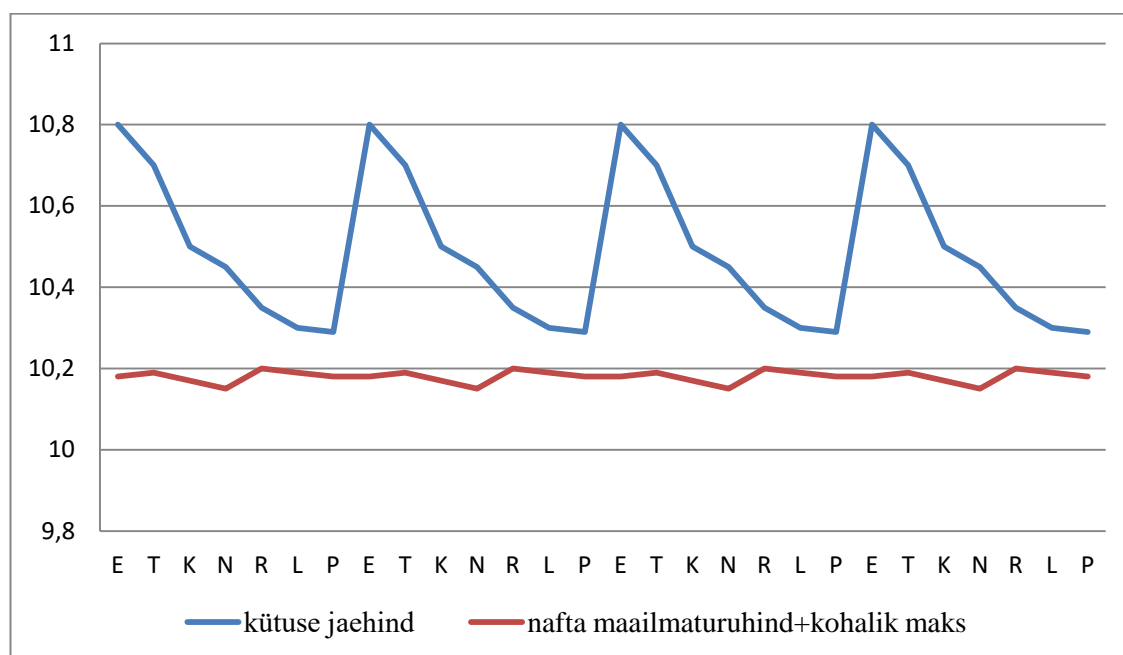
Platts'i poolt väljastatud päeva tehinguhind, mis võtab arvesse kütuse liiki ja erinevate regioonide tarnetingimusi.

Tanklate postihindadele avaldavad mõju valuutakursside muutused, sest mootorikütuste kauplemine rahvusvahelisel turul toimub USA dollari vääringus, mida arvutatakse eurodesse. Samuti mõjutavad looduskatastroofide poolt tekitatud häired ning poliitilised ebastabiilsused. Olulisteks komponentideks võib pidada hinnas kajastuvad riiklikud maksumäärad nagu aktsiis, energiamaks, miinimumvaru maks ning käibemaks. OECD (2013: 12) hinnangul on riigiti mootorikütuste keskmiste jaehindade märkimisväärse erinevuste põhjuseks eelnevalt nimetatud maksumäärad ning nende osakaalud hinnas. Näiteks Hollandis on riiklike maksude osakaal jaehinnas 70%, kuid USA-s ainult 25%. (Rietveld, Woudenber 2004: 80) Eestis moodustavad maksukomponendid üle 50%.

Ainult väikene osa kütusehinnast on tundlik riiklikule või kohalikule konkurentsile. Iga turu konkurentsitingimused kütuse tarneahelas mõjutavad mootorikütuse lõpphindasid jaemüügi tasemel. (OECD 2013: 12)

Käesoleva alapeatüki alguses anti lühiülevaade toote hinnakujundamise strateegiate võimalustest. Vedelikütuse puhul on turu konkurentsi ning jaemüügi hinnastamise strateegiate teemadel viidud läbi mitmeid empiirilisi uuringuid nii USA-s, Kanadas, Austraalias kui Euroopas. Vastavaks analüüsiks on modelleeritud mitmeid ökonomeetrilisi mudeleid, millede alusteks on võetud järgnevad tegurid: bensiinijaama bränd, asukoht, müüdav kütuseliik, konkurentide arv ja kaugus üksteisest ning hulгимüüjate kulud. (Jaureguiberry 2010: 47-48). Saadud tulemuste põhjal on analüütikud leidnud, et tanklad ei järgi lihtsaid hinnastamise reegleid. Ettevõtted muudavad oma positsiooni hinnajaotuses igal ajaetapil, nii kõrge kui madala marginaaliga perioodil. Mootorikütuse hinna alandamine ühe tanklafirma poolt toob kaasa hinna langetamise kõikide turuosaliste poolt ning vastupidi (Hosken *et al.* 2008: 1433). Selline sünkroniseeritud toiming võib põhjustada tarbijatele arvamuse, et tegemist on ettevõtete vahelise kokkuleppega. Bensiinijaamad, mis kehtestavad ühel nädalal kõrgeid või madalaid hindu, kehtestavad seda suure tõenäosusega ka järgnevatel nädalatel. (Hosken *et al.* 2008: 1433; Foros, Steen 2009; Boehenke 2014: 17)

Foros, Steen (2009) analüüsisid oma uuringus Norra seitsme põhitankla hinnamuutuseid nelja nädala jooksul. Kogutud andmete põhjal järeldati, et hulгимүүjate pakutav mootorikütuse hind muutub selle ajajooksul vähesel määral, kuid tanklad olid iga nädala tagant pidevas nn hinnasõjas (vt joonis 1.3). Selline hinnamustri tsükel näitab, et kütuse jaemüügil aset leidev tihe konkurents mängib jaehinna kujunemisel olulist rolli.



Joonis 1.2 Norra turu seitsme kütuse jaemüüja keskmised päevahinnad, NOK/liiter (Allikas: Foros, Steen 2009: 6)

Autor leiab, et eelnev teoreetiline käsitus kinnitab asjaolu, et mootorikütuse jaehind koosneb enamuse osas komponentidest (riiklikud regulatsioonid ja maailmaturg), mida ettevõtte ise mõjutada ei saa. Töö autori arvates võib seda nimetada kütuseettevõtte üheks eripäraks. Lõplik jaehind kujuneb vastavalt konkurentide hinnatasemele, st turul toimub konkurentsipõhine hinnakujundus ning äriettevõttel on võimalik mõjutada oma müügihinda sobiliku hinnastamise strateegia kaudu. Väärtusloome seisukohast on oluline valida kõige tulusam strateegia, analüüsid esmalt selle kasumlikkust.

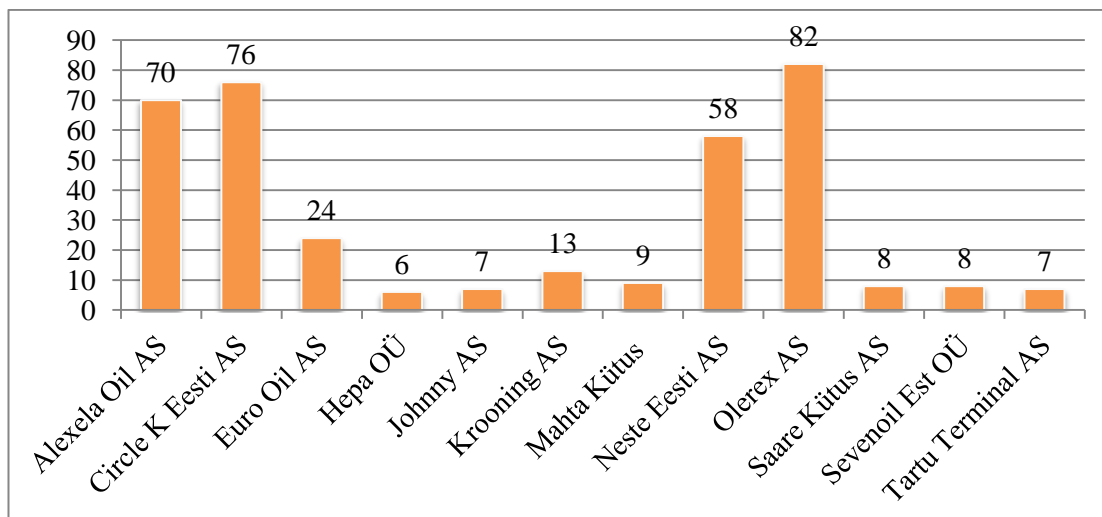
2. AKTSIASELTS JOHNNY VÄÄRTUSE HINDAMINE

2.1 Ettevõtte tegevuskeskkonna analüüs

Magistritöö teoreetilises peatükis koostas autor ettevõtte väärtuse hindamise diskonteeritud rahavoogude meetodi teoreetilise raamistiku. Tuginedes eelnevale, analüüsitakse käesolevas empiirilises osas tegevuskeskkonda, kus AS Johnny tegutseb. Iga ettevõtte tulemusi mõjutavad muudatused, mis toimuvad majanduses tervikuna. Eesti Statistikaameti EMTAK klassifikaatori järgi on AS Johnny põhitegevusaladeks mootorikütuse jaemüük (G473), sh tanklate tegevus ning jaemüük spetsialiseerimata kauplustes, kus on ülekaalus toidukaubad, joogid ja tubakatooted (G4711). Selle liigituse järgi kuulub ettevõtte hulgi- ja jaekaubanduse valdkonda. Kuna uuritava ettevõtte põhikäibe moodustab mootorikütuse müük, siis järgnevalt on analüüsitud Eesti ärikeskkonda ja selle mõjutavaid tegureid, Eesti kütusesektori hetkeolukorda ning tulevikuväljavaateid.

Eesti mootorikütuse jaeturgu iseloomustab tugev konkurents erinevate jaemüüjate vahel, statistikaameti poolt avaldatud andmetel oli selliste ettevõtete arv 69 (2015. aasta seisuga). Käesolevat valdkonda iseloomustab proportsionaalselt suur hulk tanklaid, võttes arvesse Eesti elanike arvu ja keskmist kütuse tarbimist (vt lisa 1), kokku umbes 423 teenindusjaama, millest on 175 automaatjaamad². Järgneval on magistritöö autor koostanud turu situatsiooni üldistava joonise 2.1, kus on toodud Eesti kütuseturul tegutsevad ettevõtted, kes omavad seisuga 31.12.2016 rohkem kui kolm tanklat.

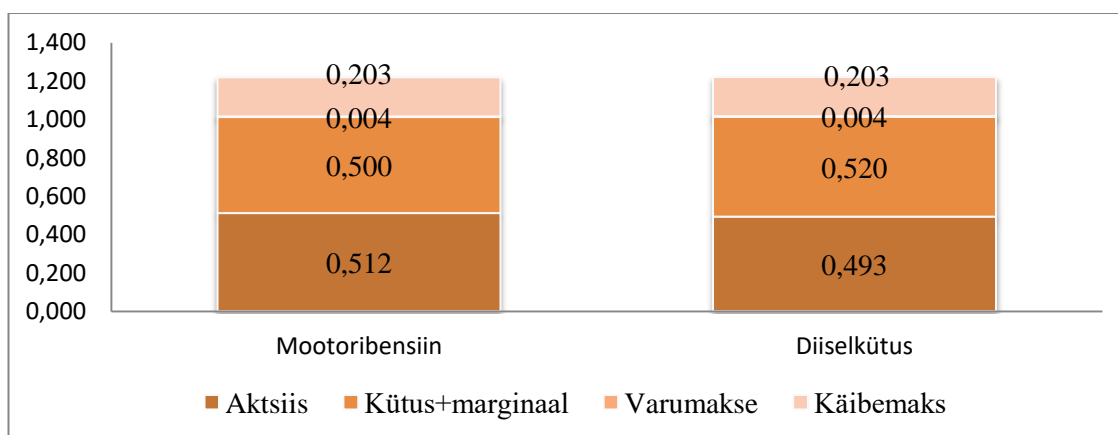
² Eesti teenindusjaamade arv on magistritöö autor leidnud kütusesekre ja majandustegevuse registri andmebaaside põhjal.



Joonis 2.1 Eesti kütuseettevõtete poolt opereeritavate tanklate arv (Allikas: autori koostatud).

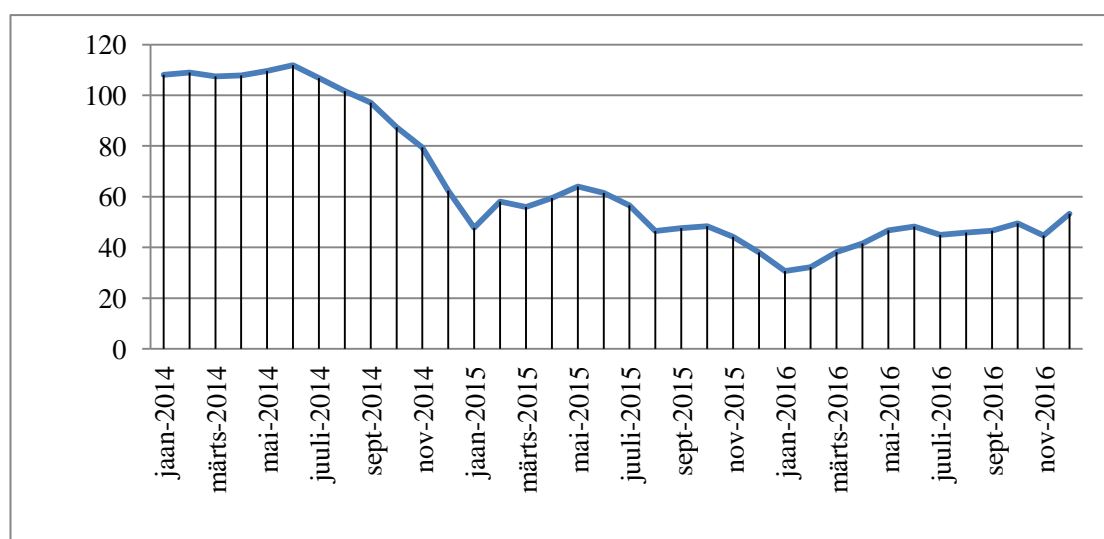
Tulenevalt eelnevast joonisest 2.1 on näha, et jaemüügi tasandil on turg jagatud põhiliselt: Alexela Oil AS, Circle K Eesti AS, Neste Eesti AS ja Olerex AS ning ülejäänud kohalike väikeettevõtete vahel, esiletõstetuna Euro Oil AS ning Krooning AS.

Mootorikütuse jaekaubanduse kõik turuosalised konkureerivad omavahel klassikalise turundusmeetmestiku raames – toode, asukoht ja hind, millele pööratakse Eesti avalikkuses enim tähelepanu. Lähtudes töö teoreetilises osas selgitatud mootorikütuse jaehinna kujunemise teguritest, antakse järgnevalt ülevaade Eesti tanklate postihindade komponentidest. Allolevas joonises 2.2 on kujutatud mootorikütuse maksumusi iseloomustavaid näitajaid seisuga veebruar 2017, mil bensiini hinnaks oli keskmiselt 1,22 € ning diislikütusel samuti 1,22 €.



Joonis 2.2 Mootorikütuste jaehind veebruar 2017 (Allikas: Vedelikütuse turg 2017).

Käesolevast joonisest 2.2 on näha, et kütuse jaehinna kujunemise oluliseks komponendiks on sisseostuhind (joonisel 2.2 kütus + marginaal). Ühelt poolt mõjutab seda toornafta hind maailmaturul, mis oli aastatel 2015-2016 pidevas languses. Sellise olukorra on põhjustanud nii pakkumise kui ka nõudlusega seotud tegurid. 2014. aasta suvel algas nafta hinna langus dollarites (vt joonis 2.3). Kui aasta esimeses pooles oli keskmine hind veidi üle 100 dollari barreli kohta, siis aasta lõpuks tegi u kukkumise alla 60 dollari barreli kohta.



Joonis 2.3 Brent³toornafta hinnad aastatel 2014-2015 kuude lõikes (Allikas: U.S. Energy Information Administration).

Selline kõikuv olukord jätkus ka 2015. aastal, kus rafineerimata nafta hind langes viimase seitsme aasta madalaimale tasemele ehk alla 40 dollari. Hinna alanemine oli tingitud mitmetest faktoritest, kuid peamiseks põhjuseks peetakse tasakaalustamatust ülemaailmsel naftaturul, kus pakkumine ületas nõudlust (OPEC 2015: 45-46). Kui OPEC'il (*Naftat Eksportivate Riikide Organisatsioon*) on olnud varustamise poole peal oluline turuvõim, siis viimastel aastatel on suurenenud tootmine ka USA-s, mis on kaasa toonud uusi pakkujaid toornafta turule.

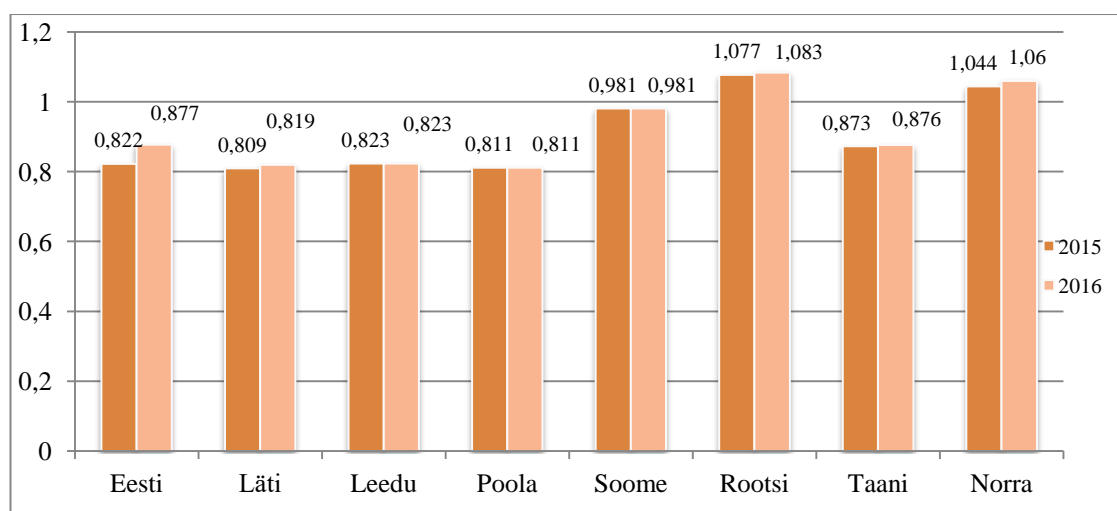
2017. aasta jaanuaris kujunes Euroopa mootorikütuse jaehinda mõjutava Brenti toornafta keskmiseks hinnaks 55,7 USD/barrel, mis on teinud väikese tõusu võrreldes 2016. aasta novembri hinnaga (50,5 USD/barrel) (Vedelkütuse turg 2017). Peale 30.

³ Ülemaailmselt kaevandatakse eri liiki toornaftat, mille kõige tuntumad liigid on WTI (USA nafta), Brent (Põhja-Euroopa), Dubai (Araabia) ja OPECI naftakorv. Neist kõige suurim ja tähtsaim on Brent.

november 2016 saavutatud nafta toodangu vähenemise kokkuleppe jõustumist on analüütikute arvates oodata järgnevatel aastatel väikest tõusu. Seda fakti arvestab autor vedelkütuse hinna prognoosimisel. Paljud analüütikud on siiski veendumusel, et toornafta hinnad jäävad vahemikku 55 kuni 60 USD/dollarit.

Toornafta on küll peamine sisend mootorikütuse tootmisel, kuid jaamades müüakse sellest valmistatud toodangut. Kuna Eestil puuduvad nafta rafineerimistehased, siis teiselt poolt oleneb kohalik turg rohkem naftasaaduste hindadest ehk sisse ostetakse diislikütust ja mootorbensiini. Viimaste toodete hinnad erinevad toornafta hinnast sellepolest, et nende vahele jääb ümbertöötlemise hind, kulud transpordile ning dollari ja euro omavaheline kurss (Saks 2016), mis Eesti Panga prognooside kohaselt jääb perioodil 2017-2019 1,09 USD/EUR kohta. Kokkuvõtvalt baseerub tänane mootorikütuse sisseostuhind kolme eelmise päeva avaldatud maailmaturuhinna aritmeetilisel keskmisel, millele lisandub juurdehindlus vastavalt ostja-müüja vahel sõlmitud lepingule.

Järgmiseks komponendiks on mitmesugused riiklikud maksumäärad – aktsiis, Eesti Vabariigis kehtiv mootorikütuse varumakse ning käibemaks. Eestis tõusis 1. veebruaril 2016 mootorbensiinil aktsiis 10% ja diislikütusel 14% ning 2017. aastal vastavalt 10% ja 10%. See tähendab, et vedelkütuse hinnale lisandus 5,5 eurosentit ning 01. veebruaril 2017 lisandus veel 4,2 senti (vt joonis 2.2).



Joonis 2.4 Diislikütuse liitrihindade (euro) võrdlus 2015 ja 2016 aasta aktsiisimääradega (Allikas: Tiits 2015).

Sellise hinnatõusuga eristub Eesti oma lähinaabritest Lätist, Leedust ja Poolast (vt joonis 2.4), kuid võrreldes Euroopa Liiduga on riigi aktsiisimäärad keskmised. Käesolev erinevus Balti regioonis avaldab mõju just diislikütuse liitrite müügile. Nimelt transpordiettevõtted, kes tegelevad veoga Euroopasse Läti kaudu, tangivad kulude kokkuvõtteks rohkem naaberriikidest kui Eestist. Valitsuse eelarveprognnoosidesse kohaldatai varasemalt 2018. aastaks veel 10% aktsiisimäärade tõusu, mida tänaseks rakendatakse ainult mootorbensiinile, tõstes viimase hinda ligikaudu veel 5 senti.

Vedelkütuse varumakse määr on kehtestatud vedelkütusevaru haldamiskulude katmiseks, mis on 2017. aastal bensiinil 3,70 eurot ja diislil 3,70 eurot 1000 liitri kütuse kohta (Vedelkütusevaru...2017). Kuna järgnevateks aastateks pole määra tõusu/languse kohta täpseid andmeid, siis töö autor jätab käesoleva määra suuruse jaehindade prognoosimisel 2017. aasta tasemele.

Müügihinnas kajastub ka biokütuse mahupõhine protsent, mis peab tagama vedelkütuse seaduses sätestatud biokütuse energiasisalduse protsendi nõuete täitmise. 2018. aasta maist peab tarbimisse lubatud kütus sisaldama vähemalt 3,1% energiamahu ulatuses biokütust. Järgneval aastal on vastav tase 6,4% ning 2020. aastal 10%. Käesolev kohustus tuleneb Euroopa Liidu direktiivist ning Eesti on viimane liikmesriik, kes kohustuse üle võtab. Naaberriikides Lätis ja Leedus moodustab nende osakaal juba 5 protsenti, Soomes üle 15 protsendi. (Majandus-ja Kommunikatsiooniministeerium 2017) Biokomponendi lisamine tõstab samuti kütuse jaehinda.

Viimase komponendina moodustab kohalik konkurents kütuseturul. Mootorikütuse hind on võrreldes muu kauba hinnaga kõige avalikum, jälgitavam ning võrreldavam. Käesolevat jaehinda vaatleb konkurents ööpäevaringselt ning muutustele reageeritakse koheselt, et säilitada ja parandada oma turupositsiooni. Aastaid on meedia kujundanud Neste Eesti AS hinnaliidriks. Tegelikult võib väita, et üleriigilisi hinnamuudatusi algatavad enamalt suuremad turuosalised, kuid piirkonniti teevad vastavaid hinnamuudatusi kõik turuosalised. Seetõttu on hinnamuudatused ühe ettevõtte tanklate põhiseiselt suured (Schasmin 2016). Eelneva teooria praktilise väljundina esitab autor alloleva tabeli 2.1, kus on toodud AS Johnny poolt opereerivate tanklate keskmised kütuse hinnad.

Tabel 2.1 AS Johnny teenindusjaamade keskmised postihinnad aastal 2016, eurodes

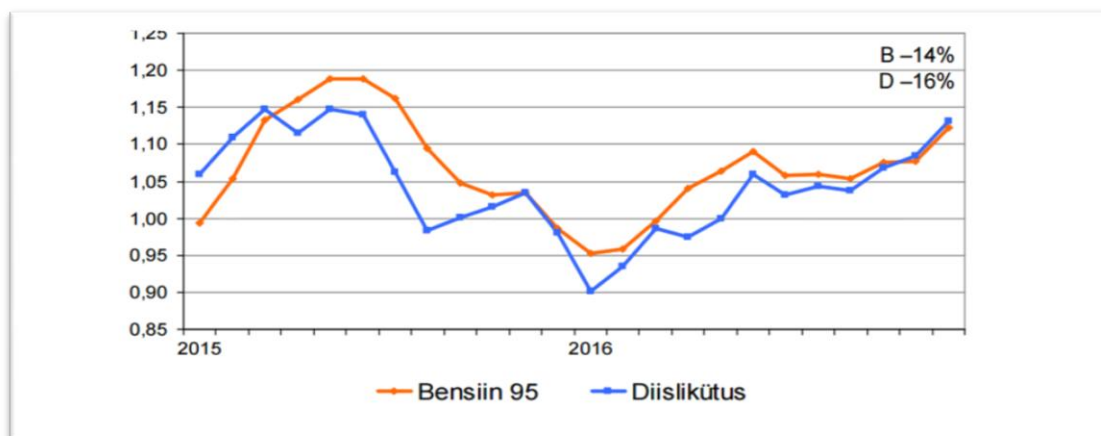
Tankla nimetus	Mootorbensiin 95	Diislikütus
Võru Kose Favora*	1,067	1,025
Mammaste Favora	1,015	0,991
Rõuge Favora*	1,044	1,033
Tallinna Favora	1,025	0,999
Tartu Favora	1,008	0,983
Viljandi Favora	1,036	1,015
Võru Favora	1,036	1,017

Märkus: * automaatjaamad

Allikas: Autori koostatud.

2016. aastal toimunud kütuse müüjate liidripositsiooni võidujooks on viinud sisse muudatusi väljakujunenud hinnastamises. Üldiselt pakuvad automaatjaamad võrreldes täisteenindusjaamadega soodsamat jaehinda, sest automaattanklas on piiratud arv lisateenuseid ning madalam kulubaas. Viimasel aastal on olnud näha olukordi, kus mootorikütuse postihinnad on nii automaat- kui mehitatud tanklas samadel tasemetel, sest hinnamuudatustele reageeritakse väga kiiresti. (Kohv 2016) Sellise kiire sagedusega hinna kõikumine võib langetada ettevõtete marginaali ning pikas perspektiivis ei ole jätkusuutlik kõikidele turuosalistele.

Eelneva analüüsi käigus kindlaks tehtud mootorikütuse jaehinna kujunemise tegurid annavad selgust jaehindade pidevate kõikumiste põhjustele. Allolevas joonises 2.5 on näha mootorikütuse jaehinnad aastatel 2015-2016.



Joonis 2.5 Mootorikütuse jaehinnad perioodil detsember 2015 kuni detsember 2016, eurodes (Allikas: Eesti Konjunktuurinstituut 2016).

2016. aasta alguses ulatus diislikütuse ja bensiini keskmine müügihind vastavalt 0,90 eurosendini ja 0,95 eurosendini. Mitmete komponentide mõjul tõusid mootorikütuse hind üle ühe euro, kuid võrreldes 2015. aastaga on teinud ligikaudselt 20% languse.

Eesti kütuseturgu reguleerib vedelkütuse seadus, mis määrab mootorikütuse kvaliteedi tagamiseks nende käitlemise alused ja korra. Vastavalt kehtivatele õigusaktidele peab müüdav toodang vastama miinimumkvaliteetnõuetele. (Eesti kütusekvaliteedi...2006: 54) See tähendab, et autobensiinidest võib tarbimisse lubada ja müüa pliivaba bensiini, mis peab vastama Eesti Vabariigi standardile EVS-EN 228 ning diislikütus vastavalt standardile EVS-EN 590 (Vedelkütuse seadus). Toornafta tootmist Eestis ei toimu ning samuti puuduvad siin rafineerimistehased, mille tõttu on kütuseturg suuresti sõltuvuses vedelkütuse sisseveost. Põhiliselt imporditakse toodangut Balti riikide ainsast nafta ümbertöötlemise tehastest Mazeikiani (Orlen Lietuva) või Soome Porvoo rafineerimistehasest. Peamised naftaterminalid asuvad Tallinnas, Muuga ja Paldiski sadamates. (Energy supply...2014: 162-163)

Kriisi olukordadeks, kui kütuseettevõtted ei saa tarnida eelnimetatud kohtadest, on Eestis loodud asendusallikana vedelkütusevaru, mida haldab ja moodustab Eesti Vedelkütusevaru Agentuur AS (edaspidi OSPA). OSPA'l on kohustus hoida varusid tasemel, mis on vastavuses eelmise kalendriaasta keskmisele 90 päeva puhasimpordi mahule. Järgnevalt on esitatud joonis 2.6 mootorikütuse tarbimine aastatel 2014-2016.

Vedelkütuse turu raporti (2017) kohaselt oli 2016. aastal mootorbensiini ja diislikütuse varu 277 mln liitrit ning tarbimise statistika alusel prognoosib OSPA 2017. aasta kohustuseks hoida 279 mln liitrit, mis on võrreldes eelneva aastaga 0,72% suurem. Üheks oluliseks kütuseliigi energia tarbijaks on transpordisektor ning konkurentsitult on selles valdkonnas maanteetransport – maanteevedu ja sõiduaudod. Autokasutus sõltub suuresti Eesti majanduse üldisest seisundist ning reageerib muutustele kiiresti.

2.2 AS Johnny senise majandustegevuse analüüs

Käesolevas alapeatükis annab autor ülevaate ettevõtte senisest majandustegevusest. Uuringu läbiviimiseks kasutati struktureerimata ja poolstruktureeritud intervjuusid AS

Johnny tegevjuhi ja pearaamatupidajaga, lisaks analüüsiti ettevõtte majandusaasta –ja sisearuandeid. Eelmiste perioodide 2012-2016 majandusaasta aruannete põhjal koostatakse finantsanalüüs, kus järelduste tegemiseks võrreldakse saadud tulemusi ettevõtte varasemate näitajatega. AS Johnny äritegevuses toimunud muudatused ja trendid on olulisteks sisendandmeteks ettevõtte väärtuse hindamise mudeli jaoks.

Magistritöö uuringuobjektiks on AS Johnny, mis on asutatud aastal 1993 ühepere aktsiaseltsina Võrumaal. Eesti kapitalil põhinev kütuseettevõtte alustas oma tegevust Võru vallas, Kose alevikus paikneva tanklaga. Aastal 2005 omandati kaubamärk FAVORA, mis on kasutusel olnud üle 25 aasta ning tankla logo on säilitanud oma algse kuju tänaseni. AS Favors registreering toimus 1990. aastal Tartus.



Joonis 2.6 Favors teenindusjaamade kaart (Allikas: Favors kodulehekülg 2017).

Ettevõtte müügivõrku kuulub üle Eesti seitse tanklat, millest viis on mehitatud jaamad (Tallinn, Tartu, Viljandi, Võru ja Mammaste külas) ning kaks automaatjaamad (Võru vallas Kose alevikus ja Rõuge alevikus) (vt joonis 2.6). Lisaks omab kütuseettevõtte veel ilu- ja lilletoodete kauplust. Et klientidel oleks võimalik tarbida vedelkütust üle terve Eesti, tehakse koostööd järgnevate tanklakettidega: Euro Oil AS, Krooning AS ning Hepa OÜ.

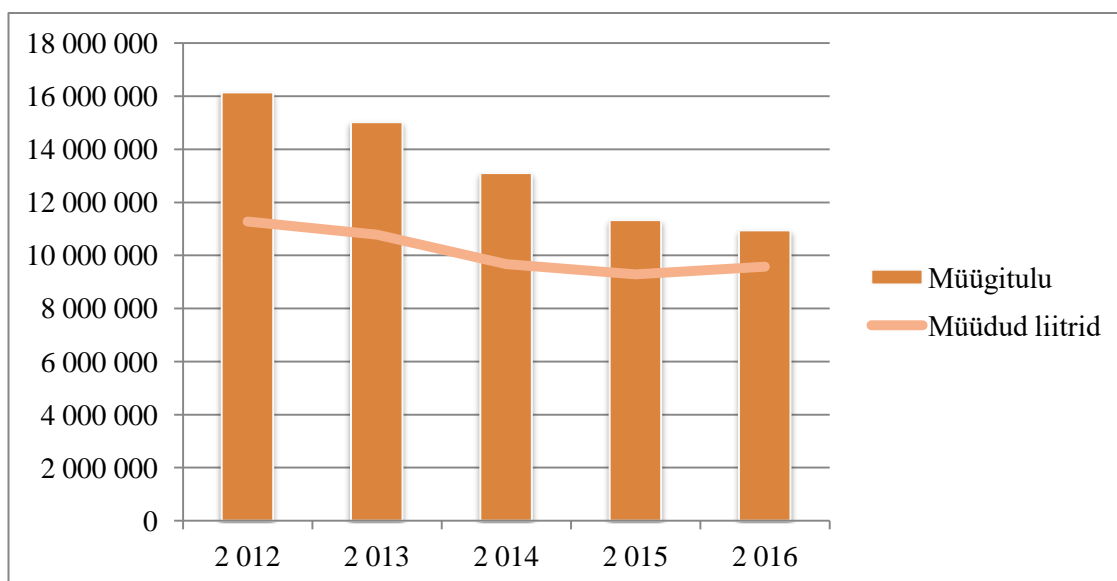
Püsiklientidel on võimalik kasutada kliendikaartidena krediit- ja sooduskaarti. Ärikliendile pakutakse lähtuvalt nende vajadustele erinevaid krediitkaarte: kuldkaart (tasumiseks kõikide mootorikütuste ja autokaupade eest), hõbekaart (tasumiseks kõikide mootorikütuste ja osalise autokaupade eest), kütusekaart (tasumiseks ainult mootorikütuse eest) ja diislikaart (tasumiseks ainult diislikütuse eest). Eraklientidel on kasutamiseks sooduskaart, millega on võimalus osta mootorikütuseid, kaupu ja teenuseid jaehinnast soodsamalt. (Favora kodulehekülg 2017)

AS-s Johnny toimub kontserniarvestus, mille konsolideerimisgruppi kuuluvad (Johnny AS majandusaasta aruanne 2015):

- emattevõtte: AS Johnny, asukoht Võru, Eesti Vabariik;
- tütar-ettevõtte: SIA Erte, asukoht Riia, Läti Vabariik, kus ettevõtte osaluse suurus on 64% ning põhieesmärk on kinnisvara arendamine (korterimajade ehitamine) Läti turul. 2008. aastal peatus majanduslanguse tõttu korterelamute väljaehitamine;
- sidusettevõtte: OÜ Nord Petroleum, asukoht Tallinn, Eesti Vabariik, kus omandatakse ettevõtte osakuid 50%. OÜ Nord Petroleum põhitegevus oli vedelikütuse hulgimüük, mis peatus pärast 2012. aastal vedelikütuse seadusega vastu võetud kohustusliku tagatise olemasolu tõttu.

AS Johnny tütar- ja sidusettevõtetel puuduvad aktiivsed igapäevased äritegevused, seetõttu autor viib ettevõtte väärtuse hindamise läbi ainult emattevõtte andmete alusel. Uuritava ettevõtte juhtorganiks on juhatus, mis on aastaks 2016 koondunud üheliikmeliseks. Seisuga 01.03.2017 annab Johnny tööd 87 inimesele, neist 14 juhtivtöötajat ja 73 tulemusüksuste töötajat (vt lisa 2). Vaadetaval perioodil (2012-2016) on kütuseettevõtte tegevuse kasumlikkus langenud (vt joonis 2.7). Müügitulud on viimase viie aastaga kahanenud keskmiselt ligikaudu 1,3 mln ehk umbes 9% aastas. Ühelt poolt on languse ajenditeks ebapiisav müügitöö kliendisuhetes, minimaalsed investeeringud teenindusjaamadesse ning järjest tugevnev konkurents kütuseturul. Teiselt poolt on languse põhjustanud ettevõttest mitteolenevad tegurid. 2013. aastal toimus Tartus idapoolse Ringtee ehitus ning järgneval aastal oli Tallinnas Narva mnt remonttööd, millede korral olid Tartu Favora (Ringtee 28, Tartu) ja Tallinna Favora

(Tondi 6, Tallinn) liiklussõlmest eraldatud. Lisaks andis olulist mõju ettevõtte partneri Lukoil Eesti AS lahkumine kütuseturult.



Joonis 2.7 AS Johnny müügitulemused aastatel 2012-2016 (Allikas: autori koostatud).

Müüdud liitrite aastane maht on samuti järk-järgult vähenenud 11 mln liitrit 9,5 mln liitriks, keskmiselt 4% (vt tabel 2.8). Tänu süsteemsele müügitöösse panustamisele, palgates seejuures oma meeskonda müügitöötajaid ja uue partneri Lyoness Eesti AS lisandumisele, on aastal 2016 toimunud müügiliitrites väike 3%-ne tõus. Analüüsitava perioodi kõikidel majandusaastatel on ettevõtte teeninud kasumit, neist suurim oli 2014. aastal 39 298 eurot. Siinkohal on vajalik täpsustada, et käesoleva kasumi kasv tuli põhivara (pesula kinnistu) müügist. AS Johnny bilanss ja kasumiaruanne aastatel 2012-2016 on toodud magistritöö lisades 3-4. Kuna kütuseetevõtte kasutab aruandluses kasumiaruannet skeem 2, siis on autor täiendanud vastavat aruannet mõnede oluliste näitajatega (põhivara akumulieeritud kulum, müüdud liitrid) *pro forma* aruannete prognoosimiseks.

AS Johnny tegutseb jaekaubandusvaldkonnas, peamiselt vedelkütuse ning toidu- ja esmatarbekaupade jaemüügiga. Järgnev finantsanalüüs käsitleb ettevõtet kui tervikut, mille esimese etapina viiakse läbi finantsaruannete horisontaal- ja vertikaalanalüüs. Kasumi vertikaalanalüüsi puhul on baasnäitajaks valitud müügitulu, mille alusel tuvastatakse erinevate aruandekirjete suhe protsentides. Allolevas tabelis

2.2 on toodud AS Johnny eelnevate perioodide kasumiaruande protsentuaalne struktuur, mis annab ülevaate kulude ja müügitulu muutuste mõjust ettevõtte kasumile.

Tabel 2.2 AS Johnny kasumiaruande vertikaalanalüüsi tulemused aastatel 2012-2016, %des

Kasumi kirjed	2012	2013	2014	2015	2016
Müügitulu	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Müüdud kaupade, teenuste kulu	89,85	88,92	88,30	86,11	85,93
Brutokasum	10,15	11,08	11,70	13,89	14,07
Turustuskulud	8,25	9,06	9,27	10,48	10,32
Üldhalduskulud	1,37	1,42	2,39	2,70	2,67
Muud äritulud	0,00	0,02	0,88	0,06	0,09
Muud ärikulud	0,04	0,11	0,03	0,25	0,59
Ärikasum (-kahjum)	0,50	0,51	0,89	0,53	0,58
Muud finantstulud ja -kulud	-0,44	-0,41	-0,59	-0,32	-0,32
Kasum (kahjum)	0,06	0,10	0,30	0,21	0,26

Allikas: (AS Johnny kasumiaruanded aastatel 2012-2016); autori arvutused.

Vaadetaval perioodil 2012-2016 on näha kirje müüdud kaupade, teenuste kulu vähenemist 89%-lt 85%-le. Ettevõtte lõpetas 2013. aastal kohaliku toidupoe ja publi tegevuse seoses viimaste mittekasumliku tootlikkusega ning lisaks optimeeriti kütuse ja kaupade müügikulud. Need on üheks põhjuseks viimaste aastate nii brutokasumi kui ka ettevõtte kasumi kasvule. Turustus- ja üldhalduskulud on aastaks 2015 suurenenud võrreldes eelnevate aastatega vastavalt 2% ja 1%, mis on tingitud tööjõukulude tõusust. Seoses palgakasvu survele tõsteti klienditeenindajate põhipalka ning rakendati lisaks müügipõhised tulemustasud. Muude ärikulude osatähtsus on kõige suurema osakaaluga 2014. aastal 0,88% ettevõtte põhivara ja kinnistu müügi tõttu. Kasumiaruande kirje muud ärikulud on suurenenud 2016. aastal võrreldes 2015. aastaga 0,34% võrra, kasvu põhjuseks on mootorikütuse põhitarnija ostuarvete mitteõigeaegse tasumisega tekkinud viivised.

Allolevas tabelis 2.3 on bilansi vertikaalanalüüsi protsentuaalsed tulemused, kus baasnäitajaks on võetud bilansimaht. Aktivanäitajatest hakkab esmalt silma põhivara suur osakaal, mis moodustab keskmiselt 63% bilansi mahust. Lähtudes majandustegevuse eripärast on kõrge põhivarade hulk ettevõtte varade struktuuris iseloomulik. Vedelkütuse jaemüügi osutamiseks on põhivarana arvel nii tankla hooned, tankurid, makseterminalid, kohviautomaadid, transpordivahendid kui ka muu inventar. Põhitegevuseks vajaminevad bensiinijaamad asuvad ettevõtte kinnistutel, rendipindadel

on ainult Mammaste tankla ning Võru linnas asuv lille- ja kullapood. Siinkohal on oluline märkida veel, et emattevõtte bilansi põhivara suurt osatähtsust mõjutavad ka pikaajajalised finantsinvesteeringud (tütar- ja sidusettevõtte osakud).

Tabel 2.3 AS Johnny bilansi vertikaalanalüüsi tulemused aastatel 2012-2016, %des

Bilansi kirjed	2012	2013	2014	2015	2016
Raha	6	6	7	5	6
Nõuded ja ettemaksed	9	7	7	6	7
Muud pikaajalised nõuded	9	11	14	16	17
Varud	12	10	11	11	12
Käibevara kokku	35	34	39	38	41
Finantsinvesteeringud	23	24	25	26	25
Kinnisvarainvesteeringud	14	14	11	11	11
Materiaalne põhivara	28	27	25	25	23
Põhivara kokku	65	66	61	62	59
VARAD	100	100	100	100	100
Laenukohustused	18	9	10	16	10
Võlad ja ettemaksed	46	41	41	41	40
Lühiajalised kohustused kokku	63	50	51	57	50
Pikaajalised laenukohustused	10	22	20	12	20
Kohustused kokku	74	72	71	69	69
Aksiakapital	15	15	16	16	16
Kohustuslik reservkapital	1	1	1	1	1
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	11	11	12	13	13
Aruandeaasta kasum (kahjum)	0	0	1	0	1
Omakapital kokku	26	28	29	31	31
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL	100	100	100	100	100

Allikas: (AS Johnny bilansid aastatel 2012-2016); autori arvutused.

Viiel aastal on raha ja pangakontode osakaal jäänud samale tasemele, tehes vaid 2015. aastal üheprotsendilise languse. Siiski on rahakirje suhteliselt madal, mis võib tekitada probleeme lühiajaliste kohustuste täitmisega. Nõuded ja ettemaksed on aastate jooksul teinud mõneprotsendilisi langusi ja tõuse. Kõikumiste üheks põhjuseks on väheste taustauuringute tõttu sõlmitud krediidlepingud klientidega, kellede maksekäitumised halvenesid kiiresti. Tänapäevaks on ettevõtte muutnud krediitpoliitikat, eelnevalt teostatakse põhjalik analüüs ning ärikliendi võlgnevuse tekkimisele reageeritakse kohehelselt koostöös inkassofirmaga. Varude osakaal on vaadeldaval perioodil suhteliselt stabiilne, jäädes 11%-12% vahele. Kuna ettevõtte ei oma vaheladusid kütuse hoidmiseks, siis on varud pidevas ringluses.

Bilansi passiva poolel on kõige suurem osatähtsus lühiajalistel kohustustel. Võlad ja ettemaksed on vähenenud aastaks 2016 viie protsendi võrra, mis on tingitud ettevõtte juhtkonna otsusest tarnida vedelkütust nelja hankija asemel kahe hankija käest. AS Johnny on perioodil 2012-2016 saanud arvelduskrediiti ning laenusummasid ettevõtte omaniku poolt. Seetõttu on pikaajaliste kohustuste osakaal märkimisväärne. Järgnevas tabelis 2.4 tuuakse bilansi horisontaalanalüüsi aruandekirjete protsentuaalsed muutused aastate lõikes.

Tabel 2.4 AS Johnny horisontaalanalüüsi tulemused perioodil 2012-2016, %des

Bilanss	2013/2012	2014/2013	2014/2015	2016/2015
Raha	0,47	10,51	-32,21	20,76
Nõuded ja ettemaksed	-23,35	7,03	-25,83	18,72
Muud pikaajalised nõuded	22,83	19,56	12,48	5,75
Varud	-16,33	4,68	-6,23	14,35
Käibevara kokku	-5,20	11,12	-7,86	12,10
Finantsinvesteeringud	0,12	-0,49	0,00	0,54
Kinnisvarainvesteeringud	0	-24,35	0	0
Materiaalne põhivara	-7,90	-10,17	-4,05	-5,47
Põhivara kokku	-3,39	-9,67	-1,67	-1,98
VARAD	-0,04	-0,03	-0,04	0,03
Laenukohustused	-49,5	1,7	57,5	-34,8
Võlad ja ettemaksed	-13,04	-2,35	-4,79	-0,08
Lühiajalised kohustused kokku	-23,16	-1,62	6,97	-9,74
Pikaajalised laenukohustused	98,6	-10,5	-40,5	66,4
Kohustused kokku	-5,82	-4,28	-6,37	3,84
Aksiakapital	0	0	0	0
Kohustuslik reservkapital	0,77	1,15	2,88	1,69
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	1,53	1,21	5,68	4,28
Aruandeaasta kasum (kahjum)	49,57	154,52	-40,46	21,86
Omakapital kokku	0,97	2,03	1,43	2,17
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL	-4,02	-2,52	-4,10	3,32

Allikas: (AS Johnny bilansid aastatel 2012-2016); autori arvutused.

Võrreldes traditsioonilise jaekaubandusega on AS Johnny suures sõltuvuses kütuse hinnast (nii sisseostu- kui jaemüügihinnast). Sisseostetud vedelkütuse varude koguseline suurus ei muutu palju vaid viimaste rahaline väärtus, samuti on tarnijate võlgade muutused sõltuvuses ostuhinnast. Soodsama jaemüügihinna korral on müüdavate liitrite maht suurem, kuid pangakontole laekuv summa on väiksem ning vastupidi. Seetõttu on käibevarade trend eelnevate aastate suhtes kõikuv. Vaadeldavatel majandusaastatel on

materiaalne põhivara vähenenud, mille langemise tempo on 2015. ja 2016. aastal pidurdunud seoses mõnede investeringutega põhivarasse. Paraku pole need investeringud avaldanud olulist mõju müügitulu kasvule. Bilansi horisontaalanalüüsist selgub, et ettevõtte on suurendanud oma võõrkapitali mahtu, mis väljendub nii lühiajaliste kui pikaajaliste laenude muutustes. Kasumiaruande horisontaalanalüüsis (vt tabel 2.5) on näha tulude väiksem vähenemise tempo võrreldes kuludega, mistõttu võib väita, et ettevõtte on optimeerinud oma kulusid.

Tabel 2.5 AS Johnny kasumiaruande horisontaalanalüüsi tulemused perioodil 2012-2016, %des

Kasumi kirjed	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015
Müügitulu	-6,95	-12,81	-13,49	-3,39
Müüdud kaupade, teenuste kulu	-7,92	-13,41	-15,64	-3,58
Brutokasum	1,58	-7,95	2,70	-2,16
Turustuskulud	2,25	-10,80	-2,26	-4,86
Üldhalduskulud	-3,23	46,71	-2,50	-4,36
Muud äritulud	479,36	3624,51	-94,30	46,65
Muud ärikulud	147,27	-75,62	638,72	127,25
Ärikasum (-kahjum)	-4,75	50,17	-48,52	6,45
Muud finantstulud ja -kulud	-12,67	24,12	-52,64	-3,47
Kasum (kahjum)	49,57	154,52	-40,46	21,86

Allikas: (AS Johnny kasumiaruanded aastatel 2012-2016); autori arvutused.

Magistritöö autor käsitleb järgnevalt suhtarvude analüüsi, tuues esile AS Johnny finantsnäitajate vahelised seosed. Esimesena koostatud efektiivsussuhtarvude analüüs näitab ettevõtte varade kasutamist kulude ja tulude loomisel. Allolevas tabelis 2.6 on toodud peamised suhtarvud, kus vastava vâlde leidmiseks on käibekordaja näitaja jagatud 365-ga (päevade arv aastas).

Tabel 2.6 AS Johnny efektiivsuse suhtarvud aastatel 2012-2016

Efektiivsuse näitajad	2012	2013	2014	2015	2016
Debitoorse võlgnevuse käibekordaja	31,40	33,32	32,34	31,07	32,23
Debitoorse võlgnevuse käibevâlde, päevades	12	11	11	12	11
Kreditoorse võlgnevuse käibekordaja	5,45	5,24	4,94	4,32	4,27
Kreditoorse võlgnevuse käibevâlde, päevades	67	70	74	85	85
Varude käibekordaja	22,37	21,05	19,55	16,64	15,47
Varude käibevâlde, päevades	16	17	19	22	23
Raha konversiooni tsükel, päevades	-39	-41	-44	-51	-51

Allikas: (AS Johnny aruanded perioodil 2012-2016); autori koostatud.

Debitoorse võlgnevuse käibevälde näitab keskmist nõuete laekumist ning vastavalt kreditoorne võlgnevus ettevõtte enda lühiajaliste kohustuste tasumist. Perioodil 2012-2016 on klientide arvete maksetähtaeg keskmiselt 11 päeva. AS Johnny krediitkaardi kliendibaasi moodustavad põhiliselt mikro- ja väikeettevõtted, sest suurematele äriklientidele ei ole kütuseettevõtte suuteline pakkuma soodsamat hinda võrreldes turuliidritega. Kui ostjatelt raha laekumine peaks olema võimalikult lühiajaline, siis tarnijatele tasumine pikaajaline. Kreditoorse võlgnevuse käibevälde on suurenenud 67 päevalt 85 päevale. Tarnijate maksetähtaeg ei ole pikenenud mitte äripartnerite kokkuleppe tulemusel vaid ostuarvete tasumisaaja ületamisega. Selline tegevus ei ole pikas perspektiivis mõistlik, see võib viia usalduse kaotamiseni partnerite silmis ja ettemaksu nõueteni. Raha konversioonitsüklil on negatiivne, mis on iseloomulik jaekaubandusele, kuna ettevõtte müügitulu moodustab suuresti jaemüük, mille korral tasuvad kliendid ostu eest koheselt.

Äritegevuses on olulisel kohal ettevõtte likviidsus ehk tema võime tasuda kohustusi tähtaegselt, kattes neid käibevarade arvelt. Eelkõige selgitavad likviidsust praktikas kõige enam kasutatavad näitajad lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja ning likviidsuskordaja.

Tabel 2.7 AS Johnny lühiajalise maksevõime suhtarvud aastatel 2012-2016

Lühiajalise maksevõime ja likviidsuse näitajad	2012	2013	2014	2015	2016
Lühiajalise võlgnevuse kordaja	0,41	0,45	0,49	0,37	0,48
Varude kaetuse kordaja	0,18	0,20	0,21	0,19	0,24
Likviidsuskordaja	0,23	0,26	0,28	0,19	0,25
Puhas käibekapital	-2225170	-1581394	-1443055	-1912300	-1421009

Allikas: (AS Johnny aruanded perioodil 2012-2016); autori arvutused.

AS Johnny aruannete põhjal arvutatud lühiajalise võlgnevuse kordaja (vt tabelit 2.7) on madal. Suurenenud likviidsusprobleemide tõttu ei suuda ettevõtte piisaval määral rahastada käibevara ning on olulises osas finantseeritud lühiajaliste kohustustega. Madal on ka likviidsuskordaja, keskmiselt on 0,24 euro ulatuses olemas kõrge likviidsusega varasid ühe euro lühiajaliste võlgnevuste tasumiseks. Üldiselt peaks puhaskäibekapital olema positiivne, kuid analüüsitavatel perioodidel on näitaja negatiivse trendiga. See omakorda tähendab, et ettevõtte on avatud likviidsusriskile.

Pikaajalise maksevõime analüüs näitab kapitali sisemist struktuuri ja nende muutuste mõju ettevõtte majandustulemustele. Eelkõige hinnatakse pikaajaliste laenude kasutamist oma äritegevuses. Järgnevalt on toodud finantsvõimendust väljendavate suhtarvude tabel 2.8.

Tabel 2.8 AS Johnny kapitali struktuuri suhtarvud aastatel 2012-2016

Maksevõime näitajad	2012	2013	2014	2015	2016
Võlakordaja	0,74	0,72	0,71	0,69	0,69
Kapitaliseerituse kordaja	0,28	0,44	0,41	0,29	0,39
Intresside kattekordaja	1,76	1,76	4,16	2,31	3,12

Allikas: (AS Johnny aruanded perioodil 2012-2016); autori arvutused.

Käesolevast tabelist näeme, et ettevõtte maksevõime näitajad on positiivse languse trendiga. Võlakordaja on käesoleval hetkel kõrge, keskmiselt 71%, mille kohaselt ettevõtte varasid finantseerivad kreditorid. Siinkohal peab autor vajalikuks märkida, et pankade poolt finantseeritud laenude osakaal on 37% kogu laenumahust (sh investeerimislaen tähtajaga 2018). Ülejäänud osa on omaniku enda poolt finantseeritud nii lühiajaliste kui pikaajaliste kohustustena. Intresside kattekordaja kohaselt on AS Johnny võime tasuda intressikulusid ärikasumi arvelt hea.

Rentaablus iseloomustab ettevõtte võimet teenida kasumit. Käesoleva analüüsi abil selgitatakse välja tegurid, mis mõjutavad ja millisel määral puhaskasumi kujunemist. Kõige kasutatavateks kasumlikkuse näitajateks on varade rentaablus (ROA) ja omakapitali rentaablus (ROE), millede arvväärtused on toodud allolevas tabelis 2.9.

Tabel 2.9 AS Johnny rentaabluse suhtarvud aastatel 2012-2016, %des

Rentaablusnäitajad	2012	2013	2014	2015	2016
Omakapitali rentaablus	0,65	0,97	2,43	1,42	1,70
Varade rentaablus	1,44	1,32	2,05	1,09	1,16

Allikas: (AS Johnny aruanded perioodil 2012-2016); autori arvutused.

Varade rentaablus näitab ettevõtte varadesse tehtud investeeringute tasuvust. Vaadeldaval perioodil 2012-2016 on ROA keskmiselt 1,41%, see tähendab, et iga omakapitali paigutatud sada eurot on AS-le Johnny teeninud 1,41 eurot puhaskasumit. Omakapitali rentaabluse suhtarv (ROE) mõõdab aktsionäride investeeringute tasuvust ning annab hinnangu ettevõtte efektiivsusele aktsionäride rikkuse suurendamisel.

Käesoleva näitaja arvväärtus on keskmiselt 1,43% ehk iga investeeritud saja euro pealt on teenitud 1,43 eurot kasumit.

Kokkuvõtvalt näeme AS Johnny majandusaastate finantsaruannete analüüsist, et ettevõtte müügitulu on langenud keskmiselt 10%, kuid siiski on teenitud puhaskasumit keskmiselt 23 000 eurot majandusaasta kohta. Käesolevast analüüsist kajastub ka ettevõtte finantseeritus olulises osas lühiajaliste kohustustega. Võlga tarnijatele on vähendanud arvelduskrediit ning omaniku käest saadud laen. Samas on langev müügitulu tõstnud tarnijate võla osakaalu. AS Johnny pole maksnud oma omanikele (tänapäevaseks omanikule) dividende välja. Teenitud kasum on hoopis reinvesteeritud ettevõttesse, millega on loodud reserv kehvemaleks perioodideks.

2.3 AS Johnny väärtust mõjutavad tegurid

Ettevõtte käekäigule avaldavad mõju mitmed tegurid nagu tegevuskeskkond (riik), konkurendid ning nendest tulenevalt ettevõtte enda kasvuväljavaated. Kuna diskonteeritud rahavoogude meetodil leitav ettevõtte väärtus põhineb eeldustel, siis viiakse läbi neid mõjutavate tegurite analüüs. AS Johnny tuleviku trendide koostamisel vaatleb autor alljärgnevalt Eesti Panga ja Rahandusministeeriumi poolt prognoositavaid näitajaid.

Euroopa Komisjon (European Economic...2016: 9) väljastab Euroopa majandusprognoosi dokumente, mille kohaselt jätkub euroala majanduskasv 2017. aastal aeglases tempos, jäädes 1,5% juurde ning 2018. aastal 1,7%-ni seoses väheneva välisnõudluse tõttu. Inflatsioon oli 2016. aastal euroaladel energiahindade languse tõttu väga madal. Tänu toornafta hinna negatiivse mõju taandumisele suureneb inflatsioon järgmisel aastal märgatavalt (European Economic...2016: 43). Eesti majandus kasvas Eesti Statistikaameti (2017) hinnangul 2016. aastal keskmiselt 1,6%. Eesti Panga (2016: 27) põhistsenaariumi prognoosi kohaselt võiks oodatav majanduskasv olla aastatel 2017-2019 vastavalt 2,6%, 3% ja 2,9%, mis tugineb suurenevatel ettevõtete investeeringutel ja ekspordil. Eelduste kohaselt jäävad baasintressid lähiaastatel

negatiivseks, sest Euroopa Keskpank rakendab ulatusliku rahapoliitiliste stiimulite paketti (Rahandusministeerium...2016).

2014. aastal alanud tarbijahinnaindeksi (THI) mõõdukas langus jätkus ka 2016. aasta esimesel poolel. Seoses energia varasema odavnemise mõju taandamisega hakkas aasta teises pooles hinnatase aeglaselt tõusma. (Eesti Pank 2016: 23) Rahandusministeerium toob oma 2016. aasta suvises majandusprognosis välja, et inflatsioon kasvab lisaks välistegurite panuse suurenemisele ka teenuste hinnatõusu ning aktsiisitõusude tulemusel 2,7%ni. Eeldusel, et toormete kallinemise mõju leeveneb, pidurdub tarbijahinna mõju prognoosiperioodi lõpus 2,6% juures. Ka kiire palgakasv aeglustus 2016. aasta jooksul seoses tööjõu nõudluse kasvu pidurdamisega tööstussektoris. Järgnevatel prognoosiperioodidel aeglustub palgakasv mõõdukalt, palgakasvu survestab kiire miinimumpalga tõus. Üldiselt annab tööjõunõudluse surve järele ning hõive kahaneb tööjõu kõrge hinnataseme ja nõrga majandusaktiivsuse mõjul. (Eesti Pank 2016: 21,33) Järgnevas tabelis 2.10 on toodud majandusnäitajate eeldused, mis on tulevaste prognooside aluseks ettevõtte väärtuse hindamisel.

Tabel 2.10 Eesti majandusprognoosi eeldused

Näitajad	2016	2017*	2018*	2019*	2020*	2021*
SKP reaalkasv, %	1,3	2,5	3	2,8	2,7	2,5
SKP nominaalkasv, %	3,1	5,2	5,8	5,6	5,5	5,2
Tarbijahinnaindeks, %	0,2	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6
Brenti nafta hind, USD/barrel	43,1	49,3	52,6	54,6	55,2	55,5*
Euroala 3-kuu intressimäär, %	-0,26	-0,27	-0,18	-0,01	0,1	0,1*
USD/EUR vahetuskurss	1,11	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
Bensiini aktsiisimäär, EUR/l	0,465	0,512	0,563	0,563*	0,563*	0,563*
Diisli aktsiisimäär, EUR/l	0,448	0,493	0,493	0,493*	0,493*	0,493*

Märkus: * prognoosid.

Allikas: (Rahandusministeerium 2016, Eesti Pank 2016).

Käesoleva töö autor on perioodiks 2019-2021 aktsiisimäärad jätnud 2018. aasta tasemele, sest tulevaste määrde tõstmise kohta pole Rahandusministeerium informatsiooni avaldanud.

Ettevõtte üldseisundi määramiseks viis autor läbi *SWOT* analüüsi, mille eesmärgiks on tuvastada organisatsiooni tugevad (*strengths*) ja nõrgad (*weaknesses*) küljed,

võimalused (*opportunities*) ning ohud (*threats*). Käesolev analüüs tugineb intervjuule AS Johnny tegevjuhiga ning saadud tulemused kajastuvad allolevas tabelis 2.11.

Tabel 2.11 AS Johnny SWOT analüüs

TUGEVAID küljed <ul style="list-style-type: none"> • Ettevõtte 4 põhitankla hea asukoht linnas ja mugav liiklusskeem. • Tuntud kaubamärk Lõuna-Eesti piirkonnas. • Pikaajalised kogemused kütuseäris alates aastast 1994. • Tulemusüksustele boonussüsteemi rakendamine. • Pidev töö uute koostööpartnerite leidmiseks. 	NÕRGAD küljed <ul style="list-style-type: none"> • Vähesed investeeringud tanklavälimuse uuendamiseks, sh aegunud seadmed ja tehnika. • Põhitegevusega mittetootlikud investeeringud. • Ebapiisavad finantsressursid investeeringuteks ja käibevahenditeks. • 12-tunniste ja öövahetuste tõttu on pidev töötajate vaheldumine töökohal (ööpäevaringselt avatud tankla). • Vähene arendustöö turundusvaldkonnas ja ebaühtlane kaubasortiment tanklaketis.
VÕIMALUSED <ul style="list-style-type: none"> • Teenindusjaamade väljaehitamine olemasolevatele kinnistutele (Tallinn-Tartu maantee Paia ristmikul). • IT võimaluste kiire areng. • Partneritega koostöö arendamine. 	OHUD <ul style="list-style-type: none"> • Väga tihe konkurents kütuseturul. • Hinnastamise strateegiad (nn hinnasõjad suuremate jaamade tõttu). • Alternatiivid fossiilkütuste asemele (elekter, gaas, vesinik). • Eesti valitsuse tegevuse piirav mõju mitmesuguste normide ja regulatsioonidega. • Kütuse müüjate täiendava tagatiste nõue. • Tööjõukulude pidev kasv.

Allikas: Autori koostatud.

AS Johnny hetkeolukorra kaardistamisel (vt tabel 2.11) selgus, et ettevõtte omab tuntud kaubamärki Lõuna-Eesti piirkonnas, mis on kasutusel juba üle 25 aasta. Üheks peamiseks tugevuseks on olemasolevate teenindusjaamade asukohad koos heade ligipääsetavuste võimalustega. Ebapiisavate finantsressursside tõttu on tehtud vähe investeeringuid nende jaamade välimusse, mõjutades seejuures müügitulusid negatiivselt. Nõrkusena võib välja tuua otsust arendada Läti Vabariigis kinnisvaraäri 2007. aasta kinnisvarabuumi ajal, mida finantseeriti pikaajalise pangalaenuga. Paraku ei osutunud tegevus kasumlikuks, selle tulemus avaldab mõju veel tänaseni ettevõtte finantsseisule.

Oma turuosa parandamiseks on AS-l Johnny ühe võimalusena uute tanklate väljaehitamine olemasolevatele kasutusele kinnistutele, näiteks Tallinna-Tartu maantee Paia ristmik. Käesolev tankla oleks Tallinna suunast liiklejale pärast Mäo liiklussõlme esimene mootorikütuse teenindusjaam, tegemist on potentsiaalselt hea asukohaga. Tulenedes väikesest müügivõrgust on ettevõttel oluline arendada ka mitmesuguseid koostöövõimalusi partneritega. Tänapäevaks on kütusemüüjate riskasutusele lisandunud juurde Lyonesse *cashback card*, millega on klientidel võimalik saada soodustusi ning teenida enda virtuaalkontole raha.

Keskkonnast tulenevaid ohte on mitmeid. Viimastel aastatel on toimunud vedelkütuse jaemüügi tasandil suured muudatused. Aastal 2015 omandas Olerex Eesti AS endale Lukoil Eesti tanklad⁴ ning Circle K Eesti AS ostis aastal 2016 enamuse Premium 7 kaubamärki kandvad teenindus- ja automaatjaamad. Nende tehingutega hakkasid viimased opereerima vastavalt 83 ja 76 tanklat, tõstes neid suurimateks vedelkütuse jaemüüjateks. Seega on turu kontsentratsioon Eestis suhteliselt kõrge ning AS Johnny tegevjuhi (Schasmin 2016) arvates muutub käesolev näitaja tulevikus veelgi kõrgemaks ehk näha saab mitmeid ühinemisi ja ülevõtmisi. Tugev konkurents kütusemüüjate vahel dikteerib ka hinnastamise strateegiaid. Konkurentsipüsimiseks tuleb hoida jaehinnad tanklates turuosalistega samal tasemel. See võib tekitada olukordi, kus mootorikütust müüakse alla omahinna. Eesti elanik on hinnatundlik ning iga ühe- kui kahekesed muudatused ja erinevused mõjutavad tarbija tankimise otsust.

Ettevõtte majandustegevust võivad ohustada Eesti riigi poolt kehtestatud regulatsioonid. Näiteks planeerib Maksu- ja Tolliamet 2018. aasta kava kohaselt rakendada tarbimisse lubatud kütuse müüjatele uutel alustel määratud tagatise suurus, see võib omakorda tuua ettevõttele kaasa täiendavaid kulutusi ja kohustusi.

AS Johnny tegevjuhi (Schasmin 2016) sõnul on konkurentideks eelkõige FAVORA tanklatega samas piirkonnas esindatud kütuseettevõtted. Kuna suurem osa tegevus toimub Lõuna-Eestis, siis on nendeks kõik neli suurt tanklaketti – Circle K Eesti AS, Neste Eesti AS, Olerex AS ja Alexela Oil AS. Konkurentsianalüüsi on keeruline läbi

⁴ Olerex AS varahaldusfirma Aqua Marina AS sai 2016. aastal Konkurentsiameti poolt loa osta Lõuna-Eesti väikekütusefirma Mahta Kütus AS tanklad. Jõustuva tehinguga omandatakse juurde 9 teenindusjaama.

viia, sest tanklate arv, müüdavate liidrite maht ning finantsressursid on AS-s Johnny kordades väiksemad kui võrreldavatel turuliidritel. Põhiliselt konkureeritakse kvaliteetse mootorikütuse müügi osas, sellele lisanduvad tarbijatele pakutavad soodustused jaehinnale ning toidu- ja esmatarbekaubad.

1. Circle K Eesti AS omab kokku 76 jaama, millest on 57 täisteenindusjaama ning 19 automaatjaama. Nii nagu Johnny AS pakub ka Circle K Eesti AS lisandiga mootorbensiini ja diislikütust, ainult nimetusega *miles plus*. Välja on töötatud omanimeline toidukaupade sari „*Made to go*“ (kohvi, soe toit, valmisaiakesed). 2015/2016 majandusaruande kohaselt oli ettevõtte jae- ja hulgimüügi (nii mootorikütus kui toidu- ja esmatarbekaubad) müügitulu 207 407 tuhat eurot, mis on võrreldes eelmise perioodiga kahanenud 4% seoses madala mootorikütuse jaehinna tõttu ning ärikasum oli 12 465 tuhat eurot, kasvades aastaga 25%. Käesoleva ettevõtte eeliseks on võrreldes AS-ga Johnny trende kujundav täisteeninduskontseptsioon, mille arendamisele keskendutakse pidevalt.

2. Suurimaks tanklaketiks kohalikul turul on Eesti kapitalil põhinev Olerex AS, omades müügivõrgustikus 82 teenindusjaama (71 mehitatud jaama ning 11 automaatjaama). Olerex AS on samuti välja töötanud omanimelise toidukaupade sarja „*Teeline*“. 2015. aastal kasvas ettevõtte mootorikütuse müügitulu stabiilselt, eelneva aastaga võrreldes 14%, kaupade ja teenuste müügitulu suurenes 16% ning tootlustus lausa 37%. Majandusaasta aruandest (2015) selgub, et Olerex AS plaanib oma tanklavõrgu laiendamist jätkata.

3. Neste Eesti AS on kontserni Neste OYj tütarettevõtte, mille jaemüügivõrk koosneb 54 automaatjaamast. Ettevõtte müügitulu oli 238 222 567 (kütuse jae- ja hulgimüük), mis vähenes 2014. aastaga 34%, ka ärikasum langes 14,6% võrra teenides seejuures 3 824 388 eurot.

4. Alexela Oil AS tanklaketti kuulub 63 jaama, milledest moodustab 60 automaatanklat. Koos nendega opereeritakse 18 tanklakauplust, st ettevõtte kontseptsiooni kohaselt tarbija tasub mootorikütuse ning esmatarbe- ja toidukaupade ostu eest eraldi. Ka Alexela Oil AS on välja töötanud oma tootlustamise sarja „*Paus*“. Täiendavalt on rajatud põhitanklate territooriumitele 21 LPG tanklat (autokütusena kasutatav vedelgaas).

Ettevõtte 2015. aasta majandustulemused olid edukad, müügitulu oli 121 429 873 eurot, mis oli küll 9% väiksem võrreldes 2014. aastaga, kuid teenitud kasum suurenes 1 491 340 euro võrra.

Oma turupositsiooni säilitamisel on oluline pakkuda klientidele mitmeid soodustusi nii mootorikütuse kui esma- ja toidukaupade jaehindadele. Järgnevalt on autor koostanud AS Johnny ning peamiste konkurentide püsikliendi sooduskaardi võimaluste võrdlustabeli 2.12. Tabelist selgub, et kõige suuremat soodustust kütuseliitri pealt saab FAVORA sooduskaardiga, kehtib ainult mehitatud jaamade korral. Neste ja Alexela püsikliendi kaardid annavad jällegi automaatjaamade korral kõige paremat soodustust kütuse jaehinnale. Kõikide tanklade eraklientide kaardid pakuvad lisaks mootorikütusele veel soodustusi toidu- ja autokaupadele.

Tabel 2.12 Erakliendi sooduskaardi pakkumised

Püsikliendi sooduskaardi nimetus	Täisteenindusjaama/ automaatjaama soodustused kütusele	Lisasoodustused püsikliendile
Circle K kaart EXTRA Club	-2,3 s/l -1 s/l	iga 6. kohv tasuta, iga 3. autopesu on 50% soodsam
ID-kaardi põhine Olerexi sooduskaart	-2,4 s/l -2,4 s/l	autopesu -10%, kuumad joogid -10%, haagise rent -10%
Neste sooduskaart	-2,4 s/l	autopesu Jazz Pesulas -5%; R-Kioski pakkumised;
Alexela sooduskaart	-2,4 s/l	kohv -10%, autokaubad -3%; majapidamisgaas -5%, haagiserent -5%, Jazz Pesulates pesu -5%
FAVORA sooduskaart	-2,6 s/l; -1 s/l	mitmed soodushinnad kohvile, valitud toidukaupadele ning autokaupadele -3%

Allikas: (Kütuseettevõtete koduleheküljed 2017); autori koostatud.

Käesolevast konkurentsianalüüsist selgub, et järjest enam muutuvad tanklapoed mugavuspoodideks (Circle K Eesti AS, Olerex AS), arendades omanimelisi toidusarju ning reklaamides ennast pisipoena, kus kliendil on võimalus lisaks kütuse tankimisele kinnitada oma keha kvaliteetse kohvi ja kiiresti valmivate toitudega. Selline ajas tekkinud tegevus näitab, et üle poole kütusemüüjate kasumist moodustub poekaupade müük. Lisaks avaldavad ettevõtete kasumile mõju ka mootorikütuse jaemüügi madalad marginaalid tänu tihedale konkurentsile.

2.4 AS Johnny *pro forma* aruannete koostamine ja vabade rahavoogude arvutamine

AS Johnny väärtust hinnatakse käesolevas töös seisuga 31.12.2016. Esimese etapina väärtuse hindamisel alustatakse *pro forma* aruannete koostamisega, mille abil leitakse ettevõtte vabad rahavood. Seejärel diskonteeritakse AS Johnny vaba rahavoog perioodil 2017-2021 eelnevalt leitud kapitali kaalutud keskmise kulukuse määraga ning viimase etapina arvutatakse ettevõtte väärtus.

Töö autor on valinud detailse prognoosiperioodi pikkuseks viis aastat, mille lõpus leitakse ettevõtte jätkuväärtus. Üheks oluliseks tegevuseks *DCF* meetodil ettevõtte väärtuse leidmisel on finantsprojektsioonide – kasumiaruande ning bilansi koostamine. Järgmise viie aasta plaaniliste finantsaruannete leidmiseks võtab töö autor aluseks eelnevas alapeatükis 2.2 läbiviidud finantsanalüüsi tulemused, AS Johnny tegevjuhi ja pearaamatupidajalt saadud informatsiooni ning autori omapoolseid tähelepanekuid. Kuna mitmed aruande kirjed on seotud müügituluga, siis on oluline prognoosida võimalikult täpselt ettevõtte müügimahtusid. AS Johnny põhikäibe moodustab mootorikütuse jaemüük ning nende tulude kasvu mõjutab oluliselt kütuse jaemüügihind.

Ettevõtte arengu prognoosimiseks moodustatakse kolm stsenaariumit – „järgiv jaehind“ (1), „soodsam sisseostuhind“ (2) ning „strateegiline jaehind“ (3). Nagu eelnevatest nimetustest võib järeldada, siis stsenaariumid baseeruvad mootorikütuse jae- ja ostuhinna muudatustele ning nende mõjudele käibe ja kasumimarginaalile. Turukonkurents on AS Johnny hinnajärgiga, kus ettevõtte ei saa võrreldes teiste⁵ kütusemüüjatega kallimalt müüa ning odavamalt ei suuda. Seetõttu jätkab ettevõtte realistlikus stsenaariumis „järgiv jaehind“ olemasolevat hinnastamise strateegiat, mille korral on jaamade postihinnad konkurentidega samal tasemel, tarnitakse põhiliselt kahe hankija käest 60 päevase maksetähtaja ostuhinnaga. Stsenaariumi „soodsam sisseostuhind“ korral soovitakse suurendada ja võita tagasi nii äri- kui erakliente, pakkudes neile paremaid hinnasoodustusi mootorikütuste ostul. Konkurentsivõimeliste pakkumiste tegemisel on oluline saada toote sisseostuhind madalamaks, tarnides selleks põhihulгимüüja käest 45 päevase maksetähtaja hinnaga. Jaamade postihinnad jäävad ka

⁵ Magistritöö autor peab siinkohal silmas turuliidreid: Olerex Eesti AS, Circle K Eesti AS, Neste Eesti AS ning Alexela Oil AS.

siin turuosalistega samale tasemele. AS Johnny tegevjuht peab käesolevat stsenaariumit võimalikuks, mida ettevõtte on kaalunud ja kaalub oma tuleviku arengutes. Kolmanda stsenaariumi „strateegiline jaehind“ puhul hoiavad FAVORA tanklad oma postihinnad ühe eurosendi võrra madalamana kui samas piirkonnas olevad konkurendid.

Lisaks Eesti üldisele majandusele mõjutab ettevõtte müügitulude kasvu vedelkütuse põhiliste hinnategurite käekäik: diiselkütuse ja bensiini maailmaturu hinnad (sõltuvuses toornafta hinnast) ning riiklikud maksud. Vahemikus 2014. aasta juunist 2016. aasta jaanuarini langes Brenti toornafta hind rekordiliselt kõrgelt tasemelt madalasse seisu, odavnedes lausa 70% võrra. Analüütikute hinnangul on toormete hinnad väikese tõusu teel ning Rahandusministeeriumi kohaselt on riiklike maksude, eelkõige aktsiisimäärade, osas oodata samuti mitmeprotsendilist tõusu (vt tabel 2.2). Arvestades eelnevaid tegureid prognoosib töö autor allolevas tabelis 2.13 järgneva viie aasta keskmised mootorikütusehinnad, mis on tulevaste *pro forma* aruannete eelduste aluseks.

Tabel 2.13 AS Johnny mootorikütuse jaehinnad perioodil 2016-2021, eurodes

Näitaja	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Keskmine jaehind	0,820	0,915	0,962	1,006	1,054	1,090
Keskmine postihind*	1,051	1,170	1,226	1,279	1,337	1,380

Märkus: * hind sisaldab 20% käibemaksu

Allikas: Autori koostatud.

Prognoosi tulemusel saadud keskmistes jaehindades on arvestatud maha käibemaks ning krediitkaardi ja erakliendi vastavad soodustused. Tabelist 2.14 on näha, et ettevõtte eelnevate perioodide müügitulu ja -liitrid on olnud pidevas languses, mis on küll 2016. aastaga pidurdunud. Ettevõtte sisearuannete kohaselt on viimase aasta muudatuste põhjuseks Tallinna Favora ja Tartu Favora tanklate käivete tõus vastavalt 7,2% ning 8,8%. Selline tõus on jätkunud ka 2017. aasta alguses. Nende teenindusjaamade arvelt oleks stsenaariumis „järgiv jaehind“ võimalik kasvatada liitrite mahtu 1,5% ning kaupade tulu 2,5% (vt tabel 2.14).

Tabel 2.14 AS Johnny müügitulu ja kasvuprotsendid aastatel 2012-2016

Näitaja	2012	2013	2014	2015	2016	Keskmine
Ettevõtte müügitulu, eur	16 147	15 024	13 100	11 332	10 948	
Kasv võrreldes eelmise perioodiga, %		-6,95	-12,81	-13,49	-3,39	-9,90
Müüdud liitrid	11 277	10 788	9 675	9 279	9 572	
Kasv võrreldes eelmise perioodiga, %		-4,34	-10,31	-4,09	3,16	-3,75

Allikas: (AS Johnny aruanded perioodil 2012-2016); autori koostatud.

Kasumiaruande projektsioonide koostamiseks vaadeldakse esmalt perioodi 2012-2016 tulusid ja kulusid ning nende osakaalusid müügitulust, mis on toodud allolevas tabelis 2.15. Siinkohal on oluline märkida, kui ettevõtte põhitegevuse tulud prognoositakse eraldi, siis leitakse viimaste tekkimiseks vajaminevate kulude osakaalud samuti eraldi.

Tabel 2.15 AS Johnny ärikulude osakaalud müügitulust (tuhandes eurodes) aastatel 2012-2016, %des

Näitajad	2012	2013	2014	2015	2016	Keskmine 2014-2016
Müügitulu	16 147	15 024	13 100	11 332	10 948	
kütuse müügitulu	12 342	11 401	9 938	8 108	7 916	
kaupade müügitulu	3 805	3 622	3 162	3 223	3 032	
Müüdud kaupade, teenuste kulu (kütus)	95,9	94,8	93,8	93,5	93,1	93,5
Müüdud kaupade, teenuste kulu (kaup)	70,23	70,46	71,02	67,50	67,16	68,6
Turustuskulud	8,25	9,06	9,27	10,48	10,32	10,0
muutuvkulude osakaal					3,66	
tööjõukulude osakaal	4,60	4,89	4,86	5,69	5,91	5,5
Üldhalduskulud	1,37	1,42	2,39	2,70	2,67	2,6
muutuvkulude osakaal					0,55	
tööjõukulude osakaal	0,73	0,90	1,51	1,78	1,78	1,7
Muud äritulud	0,00	0,02	0,03	0,06	0,09	0,06
Muud ärikulud	0,04	0,11	0,03	0,25	0,37	0,22

Allikas: (AS Johnny aruanded perioodil 2012-2016); autori koostatud.

Vaadeldaval perioodil on näha, et tululiigi kütuse korral toimub kirje müüdud kaupade kulu vähenemine samas tempos kütuse müügituluga. Sama ei saa öelda tululiigi kaup, toitlustamise kulukirje kohta, mis vastupidiselt suurenes 2016. aastal, moodustades keskmiselt 69%. Eeldades toormehindade mõningast tõusu arvestatakse järgnevate aastate prognoosiks tululiigi kaup, toitlustamine müüdud kaupade kulu osakaaluks

müügitulust 71%. Tululiigi kütuse jaoks leitakse vastav kulu keskmise sisseostuhinna alusel, millele lisatakse 2%-ne muude müügikulude osakaal.

Keskmiselt on turustuskulude osakaal müügitulust 9,5%, sh viimaste aastate osakaal on 10% (vt tabel 2.15). Turustuskulude kasvule on avaldanud mõju müügipersonali tööjõukulude suurenemine. Tingitud palgasurve kiirest kasvust ning konkurentsipüsimiseks on ettevõtte rakendatud põhipalgale lisaks kasumipõhise (ainult kaupade ja toitlustamise brutokasum) tulemustasude süsteemi. Analüüsiv ettevõtte plaanib 2017. aastal muuta müügipersonali tasustamist, mille korral suurendatakse töötajate tulemustasude osakaalu ning põhitasude osas nähakse hinnanguliselt 7% tõusu. Seetõttu on tööjõukulud edasisteks prognoosideks eraldatud erinevateks komponentideks – lisatasud ja põhipalk ning tööjõuosakaaluks müügitulust kujuneb keskmiselt 5,5%.

Olemasolevate ja uute klientide jaoks pildil olemine (kampaaniad ning tarbijamängud) on suurendanud reklaamkulusid 16% võrra, mis on teine oluline tõusutendents turustuskuludes. Järgnevates prognoosides on turustuskulud eraldatud muutuv- ja püsivkomponentideks, püsikulude osakaal on leitud 2016. aasta baasilt. Aastal 2019 nähakse Mammaste Favors tankla ja Tallinnas, Liimi tänava hoonestamata kinnistute rendikulude mõningast tõusu. Lille- ja kullapoe üürikulu jäetakse samale tasemele, sest 2016. aastal on toimunud selle kulu oluline suurenemine ning ettevõtte ei näe ruumikulude kasvu korral tegevuse jätkamise otstarbekust. Ülejäänud tanklategevusega seotud kululiigid ei ole märkimisväärselt tõusnud vaid kohati isegi langenud seoses juhtkonna poolse kulude optimeerimisega. Kokkuvõtteks kujuneb turustuskulude osatähtsuseks keskmiselt 10% müügitulust.

Ettevõtte üldise tegevusega seotud üldhalduskulud on vaadeldaval perioodil kasvanud, keskmiselt moodustavad müügitulust 2,1%. Töö autor eraldas üldhalduskulud püsiv- ja muutuvkuludeks. Üheks oluliseks kulukirje tõusu põhjuseks on turustustegevuse arendamine, milleks on tööle võetud kaubandusjuht ning kaks müügimeest. Püsikulude osas on mõningane kasv alates aastast 2020 seoses AS Johnny kontori rendihinna tõusuga.

Järgnevate kasumiaruande kirjete eeldustes korrigeeritakse 2014. aasta muud äritulud 110 598 euro võrra (pesulahoone müük) ning 2016. aasta muud ärikulud 24 309 võrra

(AS Johnny 50% osakute väljaost). Teadaolevalt ei ole ettevõttel lähiaastateks planeeritud põhivara müüki ning muid erakorralisi kulusid, kuid prognooside koostamisel võetakse sisendiks viimase kolme aasta keskmised osakaalud vastavalt muud äritulud 0,06% ja muud ärikulud 0,22% müügitulust. Magistriöö autori hinnangul on nende kirjete marginaalsed osakaalud olulised, sest muude ärikulude all kajastuvad tarnijatele mittetähtaegselt tasumisest tekkinud viivised. Oma äritegevuse finantseerimiseks kasutab ettevõtte võõrvahendeid. Laenukapitali intressikohustust ja tagasimakseid kajastatakse vastavalt kolme kuu euribori prognoosidele ja intressimääradele. Investeeringulaenu tasumine lõpeb 2018. aastal ning teadaolevalt alustatakse samal aastal omaniku poolt antud laenu tagasimakseid intressimääraga 3%. Seetõttu on kirjel finantskulud näha 2018. aastal ühekordset suuremat kasvu.

Eraldi tuuakse kasumiaruandes välja põhivara investeeringud ning amortisatsiooni akumulieeritud kulum. Tartu Favorasse soetatakse juurde teine kohvimasin, mille hinnanguline maksumus on 11 000 eurot. Lisaks on ettevõttel kohustus viia läbi kütusemahutite visuaalsed kasutuskontrollid ning prognoosiperioodil tekivad vastavad vajadused Mammaste, Võru ja Kose tanklate mahutitepargis. Järgneval viiel aastal investeeritakse kulunud ning amortiseerunud tankuritesse ja teenindusjaamade välimusse 11 000 euro ulatuses. Kulumi arvestuses kasutatakse lineaarset meetodit ning masinate ja seadmete puhul on amortisatsiooninormiks 20%. AS Johnny *pro forma* kasumiaruande koostamisel lähtus töö autor mineviku trendide jätkumise eeldustest tulevikus:

- mootorikütuse liitrite kasv 1,5%,
- kauba müügitulu tõus 2,5%,
- müüdud liitrite kulu vastavalt sisseostuhinnale, millele lisandub 2% muud müügikulud,
- kaubakulu osakaal müügitulust 71%,
- turustuskulude osatähtsus müügitulust keskmiselt 10%, millest muutuvkulude osakaal 3,66%, püsikulude summa 81 273 eurot ning müügipersonali tulemustasu osakaal 0,89%,
- üldhalduskulude osakaal müügitulust keskmiselt 2,5%, millest püsikulude summa 36 566 – 40 233 eurot ning muutuvkulude osa 0,55%,

- muud äritulude osatähtsus müügitulust 0,06% ning muud ärikulud 0,22%,
- finantskulud kujunevad intressimaksete alusel;
- põhivara kulum vastavalt reaalsele kulumi suurusele seisuga 31.12, millele on lisatud uute investeeringute kulum.

Müügitulust sõltuvad kasumiaruande kirjed leitakse osakaaluna kasvumääraga läbikorrutatud müügitulust ning järgnevas tabelis 2.16 tuuakse stsenaariumi „järgiv jaehind“ AS Johnny *pro forma* kasumiaruanne.

Tabel 2.16 AS Johnny *pro forma* kasumiaruanne stsenaariumi „järgiv jaehind“ korral aastatel 2017-2021, eurodes

Kasumiaruanne	2017	2018	2019	2020	2021
Müügitulu	11 996 573	12 670 254	13 333 947	14 060 486	14 671 253
Müüdud kaupade, teenuste kulu	-10 416 610	-11 014 683	-11 615 735	-12 277 423	-12 848 645
Brutokasum	1 579 963	1 655 571	1 718 213	1 783 063	1 822 608
Turustuskulud	-1 215 671	-1 258 094	-1 308 426	-1 353 730	-1 394 012
Turustuskulud (püsiv)	-81 273	-81 273	-89 400	-89 400	-89 400
Üldhalduskulud	-311 643	-321 621	-331 733	-346 040	-356 254
Üldhalduskulud (püsiv)	-36 566	-36 566	-36 566	-40 223	-40 223
Äritulud	7 198	7 602	8 000	8 436	8 803
Ärikulud	-26 392	-27 875	-29 335	-30 933	-32 277
Ärikasum (-kahjum)	33 454	55 583	56 719	60 795	48 868
Finantstulud ja -kulud	-14 414	-37 480	-31 191	-27 652	-24 585
Kasum (-kahjum)	19 040	18 103	25 528	33 144	24 283
Tööjõukulud (boonustasu) ⁶	-106 770	-112 765	-118 672	-125 138	-130 574
Tööjõukulud (põhipalk)	-588 554	-600 325	-612 331	-624 578	-637 070
Investeeringud põhivarasse	13 212	15 368	11 000	11 000	11 000
Põhivara kulum kokku	67 637	65 008	65 800	61 526	59 581
Kütuse müügikogused (liiter)	9 716 331	9 862 076	10 010 007	10 160 157	10 312 560

Allikas: Autori koostatud.

Intervjuust AS Johnny tegevjuhiga (Schasmin 2016) selgus, et 45 päevase tarne maksetingimuse korral väheneks teise stsenaariumi mootorikütuse sisseostuhind 0,004

⁶ Kasumiaruandes eraldi välja toodud tööjõukulud (boonustasu ja põhipalk) on turustuskulude üks osa.

eurosent, mis omakorda suurendaks ettevõtte konkurentsivõimet ning tõstaks äritegevuse kasumlikkust. Hinnanguliselt võib 10 000 000 müüdava liitri juures kasum suurened 40 000 euro võrra. Soodsam sisseostuhind võimaldaks pakkuda klientidele nii sooduskaardi kui krediitkaardi kasutamisel paremaid jaehindu mootorikütustele. Seetõttu nähakse kahel esimesel aastal müüdavate liitrite osas hüppelist 5% kasvu, mis ajas taandub 1,5% peale. Tänu tankivate klientide arvu tõusule kasvab seejuures ka kaupade ja toitlustuse müük, esmalt 7% ja edaspidi 4%. Stsenaariumis „soodsam sisseostuhind“ nähakse turustus- ja üldhalduskulude muutuvkulude osas mõningast kasvu, kuid ülejäänud kulud jäetakse samale tasemele. Tõenäoliselt vajab selle stsenaariumi käivitamine suuremaid investeeringuid põhivarasse, hinnanguliselt 20 000 euro ulatuses.

Kütuseäri eripäraks võib pidada asjaolu, et tegemist on nn sendiäri. Tänu teravnenud turukonkurentsile ja sellest tingitud strateegilisele hinnakujundusele on oma positsiooni säilitamiseks ettevõttel oluline järgida igapäevaseid sendi kõikumisi mootorikütuse hinnas. Stsenaariumis „strateegiline jaehind“ hoiavad FAVORA tanklad oma postihinna ühe tuhandikku võrra madalamana kui konkurendid. Käesoleva strateegiaga pakutakse tarbijale kohest allahindlust vedelkütuse jaehinnas. Turuosa märkimisväärselt ei suurene, kuid müüdavate liitrite kasvutempoks kujuneks 2% ning sellest tulenevalt oleks kaupade müügi ning toitlustamise tõus 3%. Antud stsenaariumis on nii turustus- kui üldhalduskulude osakaalud samad nagu esimeses stsenaariumis. Käesoleva strateegia puhul otsustab juhtkond teha hoopis väiksemamahulisi investeeringuid põhivarasse. Magistritöö lisades 5-6 on toodud stsenaariumite „soodsam sisseostuhind“ ja „strateegiline jaehind“ *pro forma* kasumiaruanded.

Järgnevalt genereeritakse kolme stsenaariumi *pro forma* bilansid aastateks 2017-2021, millede kirjed on seotud kasumiaruandega. Prognooside aluseks olevad eeldused tuletatakse eelneva kolme aasta keskmiste põhjal, mis annab autori arvates objektiivsema hinnangu (vt tabel 2.17). Statistika põhjal on ettevõtte rahavaruks kujunenud aasta lõpuks 2,72%. Nõuded ja ettemaksed moodustavad keskmiselt müügitulust 3,10%. Krediidipoliitika uuenduste tagajärjel reageeritakse kliendibaasis tekkivate võlgnevustele kiiresti, seetõttu iseloomustab eelnimetatud näitaja suurus tulevase suundumusi kõige täpsemini.

Tabel 2.17 AS Johnny bilansikirjete osakaalud aastatel 2012-2016, %des

Näitaja	2012	2013	2014	2015	2016	Keskmine 2014- 2016
Müügitulu, eur	16 147 401	15 024 403	13 100 409	11 332 561	10 948 719	
Rahavaru jääk	2,16	2,33	2,95	2,31	2,89	2,72
Nõuded ja ettemaksed	3,16	2,60	3,20	2,74	3,37	3,10
Varud	4,28	3,85	4,62	5,01	5,93	5,18
Kütus	2	1	2	2	2	2
Kaup	2,49	2,41	2,93	3,45	3,85	3,41
Võlad ja ettemaksed	16,88	15,78	17,67	19,45	20,11	19,08

Allikas: (AS Johnny aruanded perioodil 2012-2016); autori koostatud.

Perioodil 2012-2016 moodustavad vedelkütuse varud müügitulust stabiilselt 2% ehk on pidevas ringluses ettevõtte äritegevuses. Kauba osas on varude maht kasvanud, mis on tingitud täiendatud toidumenüü ja toodete väljapanekust. Kuna ettevõttel puuduvad vahelaod kütuse hoiustamiseks ning toitlustamist ja kauba väljapanekut peab pidevalt uuendama, siis prognoosides rakendatakse kogu varude viimase kolme aasta keskmist, 5,18%. Eeldusel, et materiaalsel põhivara prognoosiperioodil maha ei kanta, lisatakse põhivara jääkmaksumusele ning akumulieeritud kulumile uued investeeringud ja nende kulum. Kütuseettevõtte käibevaras kajastuvad veel muud pikaajalised nõuded, mis on seotud tütarettevõtte SIA Erte nõuetega emaettevõttele. Kuna AS Johnny juhatus ei oska hinnata vastava nõude tuleviku tagasimakse ulatust, siis töö autor jätab prognoosides nõude 2016. aasta tasemele. Pikaajalised finantsinvesteeringud (tütar- ja sidusettevõtte osakud) hinnatakse eraldi ning hiljem liidetakse need leitud ettevõtte väärtusele juurde.

Ettevõtte kreditoorse võlgnevuse viie aasta keskmine käibevälde on 76 päeva. Peamise kütuse hulгимүүја tarnetingimuseks on 60 päevane maksetähtaeg, mida võib maksimaalselt ületada 5 päeva, iga ületatud päev toob kaasa viivise. Tavatingimustes annab mootorikütuse hankija maksetähtajaks 30 päeva. Seega võib iga juurde lisandud maksepäeva nimetada sisuliselt intressiks ning 60 päeva korral oleks see aasta intressimäärana lausa 5%. Arvestades ettevõtte tänast olukorda võetakse kirje võlad ja ettemaksed prognooside aluseks kolme viimase aasta 19,08%-ne osakaal müügitulust. Ideaalis peaks AS Johnny käesoleva näitaja suurus vähendama, sest see võib tekitada likviidsusprobleeme.

Vaadeldavatel majandusaastatel on ettevõtte suurendanud lühi- ja pikaajaliste laenukohustustega võõrkapitali osa. Bilansi passiva poole vastavad kirjed koostatakse laenude reaalsete maksegraafikute alusel, arvestades asjaoluga, et tähtajaliselt lõppevad 2017. aastal liisingumaksed ja 2018. aastal investeerimislaen. Järgnevalt toob autor kokkuvõtvalt AS Johnny bilansikirjete prognooside eeldused:

- rahavaru jäägi osakaal müügitulust 2,72%,
- nõuded ja ettemaksed, varude osakaal müügitulust vastavalt 3,10% ja 5,18%,
- võlad ja ettemaksed osakaal müügitulust 19,08%,
- lühiajalised ja pikaajalised laenud vastavalt maksegraafikule.

Varasemalt ei ole AS Johnny maksnud välja omanikele dividende ning juhatus on otsustanud, et tulevikus teenitud kasum reinvesteeritakse ettevõttesse ning kohustuslik reservkapital moodustub 1/20 puhaskasumist. Bilansi tasakaalustamiseks on listaud aruande aktiva poolele „üleliigne rahavaru“ ning passiva poolele „planeerimata laen“. Järgnevas tabelis 2.18 on esitatud AS Johnny *pro forma* bilanss.

Tabel 2.18 AS Johnny *pro forma* bilanss stsenaariumi „järgiv jaehind“ korral aastatel 2017-2021, eurodes

Bilanss	2017	2018	2019	2020	2021
Raha	326 307	344 631	362 683	382 445	399 058
Ülemäärane rahavaru	0	0	0	0	0
Nõuded ja ettemaksed	371 894	392 778	413 352	435 875	454 809
Muud nõuded	933 619	933 619	933 619	933 619	933 619
Varud	621 422	656 319	690 698	728 333	759 971
Käibevara kokku	2 253 242	2 327 347	2 400 353	2 480 272	2 547 457
Finantsinvesteeringud	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 391 422
Kinnisvarainvesteering	617 589	617 589	617 589	617 589	617 589
Materiaalne põhivara soetusmaksumuses	3 088 821	3 104 189	3 115 189	3 126 189	3 137 189
Materiaalse põhivara akumulieeritud kulum	-1 869 215	-1 934 223	-2 000 023	-2 061 549	-2 121 130
Põhivara kokku	3 228 618	3 178 978	3 124 178	3 073 652	3 025 071
VARA	5 481 860	5 506 325	5 524 531	5 553 924	5 572 527
Laenukohustused	529 599	483 950	449 100	438 100	427 100
Võlad ja ettemaksed	2 288 946	2 417 484	2 544 117	2 682 741	2 799 275
Lühiajalised kohustused	2 818 545	2 901 434	2 993 217	3 120 841	3 226 375

Planeerimata laen	6 793	158 580	161 708	132 566	123 584
Pikaajalised laenukohustused	943 940	715 626	613 393	511 161	408 929
Kohustused kokku	3 769 278	3 775 640	3 768 318	3 764 568	3 758 888
Aksiakapital	869 203	869 203	869 203	869 203	869 203
Kohustuslik reservkapital	73 457	74 409	75 314	76 591	78 248
Eelmiste perioodide jaotama kasum (kahjum)	750 881	768 969	786 167	810 419	841 905
Aruandeaasta kasum	19 040	18 103	25 528	33 144	24 283
Omakapital kokku	1 712 582	1 730 684	1 756 212	1 789 356	1 813 639
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL	5 481 860	5 506 325	5 524 531	5 553 924	5 572 527

Allikas: Autori koostatud.

Prognoosiperioodil 2017-2021 teenib ettevõtte majandusaastas keskmiselt 24 020 eurot kasumit. Käesolevast tabelist 2.18 on näha, et kasumi teenimiseks on vaja kaasata täiendavat finantseeringut. Siinkohal peab autor vajalikuks märkida, et AS Johnny bilansis (vt tabel 2.3) moodustab omakapitali osakaal kogu bilansimahust keskmiselt 31%. Võimalike majanduslike languste korral võib ettevõttel seetõttu jääda puudu vabadest vahenditest. Põhivara suurem osakaal omakapitali suhtes näitab, et AS Johnny põhivara on finantseeritud lühiajaliste kohustustega ehk suuresti võlga hankijatele. Paremaks likviidsusriski juhtimiseks peaks juhtkond pidevalt planeerima ja kontrollima ettevõtte rahavooge ning vajadusel refinantseerima hankijate võlga laenuga.

Stsenaariumis „soodsam sisseostuhind“ on kirjete nõuded ja ettemaksed, varud ning võlad ja ettemaksed prognooside osakaalud vastavalt 3,3%, 5,2% ning 17,5%. Ülejäänud bilansi eeldused on samad nagu stsenaariumi „järgiv jaehind“ puhul. Magistritöö lisades 7-8 on toodud stsenaariumite „soodsam sisseostuhind“ ja „strateegiline jaehind“ *pro forma* bilansid.

Ettevõttele suunatud vabade rahavoogude (*free cash flow to firm, FCFF*) leidmisel liidetakse maksude-eelsele ärikasumile põhivara kulum ning lahutatakse vaatlusaluse aasta investeeringud põhivarasse ja puhaskäibekapitali. Järgnevas tabelis 2.19 on toodud ettevõttele suunatud vabad rahavood stsenaariumi „järgiv jaehind“ puhul aastatel 2017-2021.

Tabel 2.19 AS Johnny vabade rahavoogude leidmine stsenaariumi „järgiv jaehind“ korral aastatel 2017-2021, eurodes

Näitaja	2017	2018	2019	2020	2021
Ärikasum	33 454	55 583	56 719	60 795	48 868
Põhivara kulum	67 637	65 008	65 800	61 526	59 581
Põhivara investeeringud -	13 212	15 368	11 000	11 000	11 000
Puhaskäibekapitali muutus -	-101 473	-54 433	-53 626	-58 704	-49 350
FCFF	189 352	159 656	165 146	170 025	146 799

Allikas: Autori koostatud.

Äritegevuse tulemusel on käesoleva stsenaariumi kohaselt 2017. aastal AS Johnny suunatud vabade rahavoogude suurus 189 352 eurot. Stsenaariumis „soodsam sisseostuhind“ muutus mootorikütuse põhitarnija maksetähtaeg 60 päevalt 45 päevale, mis vähendas bilansikirje võlad ja ettemaksed osakaalu müügitulust. Tabelis 2.20 on näha, et 2017. aasta rahavoogudele avaldas see negatiivset mõju, vähenedes võrreldes stsenaariumiga „järgiv jaehind“. Järgnevatel prognoositavatel aastatel on genereeritud FCFF suuremad, ulatudes 2020. aastal 272 850 euroni.

Tabel 2.20 AS Johnny vabade rahavoogude leidmine stsenaariumi „soodsam sisseostuhind“ korral aastateks 2017-2021, eurodes

Näitaja	2017	2018	2019	2020	2021
Ärikasum	78 062	143 340	157 587	175 313	176 901
Põhivara kulum	67 637	65 008	67 600	65 126	64 981
Põhivara investeeringud -	13 212	15 368	20 000	20 000	20 000
Puhaskäibekapitali muutus -	86 648	-74 228	-47 973	-52 411	-44 856
FCFF	45 840	267 208	253 159	272 850	266 738

Allikas: Autori koostatud.

Tabeli 2.21 kohaselt varieeruvad kolmanda stsenaariumi „strateegiline jaehind“ FCFF suurused aastate lõikes alates 166 845 eurost kuni 197 514 euroni. Käesolev stsenaarium nägi ette 2% tõusu mootorikütuse müügis jaeklientide tasandil ning väiksemamahulisi investeeringuid põhivarasse.

Tabel 2.21 AS Johnny vabade rahavoogude leidmine stsenaariumi „strateegiline jaehind“ korral aastateks 2017-2021, eurodes

Näitaja	2017	2018	2019	2020	2021
Ärikasum	28 843	55 843	62 084	71 537	64 796
Põhivara kulum	65 437	59 823	59 415	53 941	50 796
Põhivara investeeringud -	2 212	4 368	5 000	5 000	5 000
Puhaskäibekapitali muutus -	-105 447	-59 741	-59 486	-65 225	-56 253
FCFF	197 514	171 039	175 985	185 703	166 845

Allikas: Autori koostatud.

Kõigi kolme stsenaariumi puhul tekivad prognoositavatel aastatel positiivsed rahavood, tulude kasvades teenib ettevõtte ärikasumit. 2017. aasta ettevõttele suuantud vabad rahavood kujunesid stsenaariumites „järgiv jaehind“ ning „strateegiline jaehind“ võrreldes järgnevate aastatega hüppeliselt kõrgemaks. 2016. aasta majandusaruande kirjed on prognoositud autori poolt, sest ettevõtte majandusaasta ei ole magistritöö koostamise hetkel auditeeritud. Saadud tulemusi mõjutavad veel ettevõtte käibevarast suuremad kohustused (võlad ja ettemaksed, sh tarnijatele) ning investeeringute maht põhivarasse.

2.5 AS Johnny äritegevuse väärtuse hindamine ning sensitiivsusanalüüs

Raha ajaväärtuse kontseptsioonist tulenevalt kasutatakse käesolevas alapeatükis AS Johnny vabade rahavoogude diskonteerimisel kapitali kaalutud keskmise kulukuse määra (WACC) valemit 1. 15. Esmalt määrab töö autor kindlaks kapitali kulukuse määra komponentide arvulised väärtused. Omakapitali kulukuse määra leidmiseks kasutatakse finantsvarade hindamise *CAPM* mudelit, mille kohaselt sõltub nõutav tulunorm riskivabast tulumäärast, aktiva (ettevõtte) süstemaatilist riski väljendavast beetakordajast ning tururiskipreemiast. Laenukapitali hinna aluseks on AS Johnny laenukohustuste intressimäärad iga aasta 31.12 seisuga ning nende protsentuaalne osatähtsus kogu ettevõtte võõrkapitalist. *Pro forma* aruannete koostamisel selgus, et stsenaariumite elluviimiseks vajab ettevõtte täiendavat finantseeringut. Bilansikirje planeerimata laen intressimäär on hinnanguline, ettevõtte tulevase investeerimislaenu pakkumine.

Eesti riik ei ole emiteerinud pikaajalise tähtajaga võlakirju, mille intressimäära oleks võimalik kasutada riskivaba tulumäärana. Seetõttu võetakse aluseks eurotsooni suurima riigi, Saksamaa, kümneaastaste võlakirjade tulusus (*YTM*), mis Bloombergi andmetel oli 0,32% (sisuga 21.02.2017). Tulevaste rahavoogude diskonteerimisel peaks tururiskipreemia hindamisel lähtuma tulevikku vaatavatest näitajatest, kuid praktikas on enamasti kasutusel ajaloolised andmed. Reitinguagentuuri Moody's kohaselt oli Eesti reitingutase sisuga 01. jaanuar 2017 – A1 ning tulenevalt sellest kujuneb tururiskipreemiaks korrigeerituna Eesti riigiriskiga 6,69% (Damodaran koduleheküljel). AS Johnny beetakordaja leidmise aluseks on New Yorki Ülikooli rahandusprofessori A. Damodarani poolt kogutud andmebaas, kus Euroopa naftasaaduste ja jaekauba edasimüüjate keskmine sektoripõhine finantsvõimendusega beetakordaja on 0,89.

Omakapitali kulukuse määra on vajalik korrigeerida veel väikeettevõtte riski suhtes, lisades omakapitali nõutavale tulumäärale väikefirma riskipreemia (*small firm premium*). See tuleneb asjaolust, et üldiselt loetakse investeringuid väikeettevõtetesse riskantsemaks, kuna viimaste tulud on volatiilsemad ning avatumad erinevatele keskkonnast tulenevatele ohtudele. Väikefirma riskipreemia suuruse hindamise allikaks on Ibbotsoni aastaraamat, mille andmetel oli kõige väiksema turuväärtusega ettevõtete detšiil 6,03% (Ibbotson 2013). AS Johnny näol on tegemist börsil noteerimata ettevõttega, seetõttu rakendab autor lõpliku ettevõtte omakapitali väärtuse hindamiseks mittelikiidsusdiskontot suurusega 20%.

Tabel 2.22 AS Johnny omakapitali kulukuse määra sisendid

Riskivaba tulumäär	0,32%
Tururiskipreemia korrigeerituna Eesti riigi riskiga	6,69%
Finantsvõimendusega beetakordaja	0,89
Väikefirma riskipreemia	6,03%
Mittelikiidsuskonto	20%

Allikas: Autori koostatud.

AS Johnny väärtuse hindamiseks koostas autor kolme erineva hinnastamise strateegiaga stsenaariumid. Järgnevas tabelis 2.23 on välja toodud stsenaariumi „järgiv jaehind“ korral kujunev WACC, mis on leitud muutuva keskkonna ja ettevõtte laenuvajaduse tõttu iga prognoosiaasta kohta eraldi. Kuna ettevõtte bilansilise omakapitali kasutamine

võib kaasa tuua hindamisvea, siis põhineb omakapitali väärtus turuväärtusel ning on leitud *MS Excel* vahendi *Solveri* abil.

Tabel 2.23 Stsenaariumi „järgiv jaehind“ kaalutud keskmine kapitali kulukuse määr aastatel 2017-2021

Näitaja	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
Omakapitali kulukuse määr	20,98%	19,30%	18,22%	17,23%	16,33%	15,61%
Omakapitali väärtus CAPM mudelis	1 145 216	1 270 484	1 378 911	1 495 809	1 619 249	1 748 920
Keskmine laenukapitali kulukuse määr	2,55%	2,61%	2,64%	2,70%	2,75%	2,81%
Laenukapitali väärtus	1 655 270	1 480 332	1 358 156	1 224 201	1 081 827	959 613
WACC	10,09%	10,32%	10,49%	10,69%	10,89%	11,08%

Allikas: Autori koostatud.

Stsenaariumite „soodsam sisseostuhind“ ja „strateegiline jaehind“ puhul kujunevad kapitali kaalutud keskmise kulukuse määrad (WACC) on toodud käesoleva töö lisas 9. Järgnevalt on leitud jätkuväärtused Gordoni kasvumudeli alusel (vt tabel 2.24), millede sisenditeks on 2021 prognoosiaasta vabad rahavood (*FCFF*) ning stabiilne kasvumäär. Pikas perspektiivis ei saa ettevõtte kasvada kiiremini kui üldine majanduskeskkond, seetõttu arvestatakse stabiilseks kasumääraks 2,5% - Rahandusministeeriumi poolt koostatud pika prognoosi keskmine SKP reaalkasv. Vastavaks diskonteerimismääraks võetakse detailse prognoosiperioodi viimase aasta WACC.

Tabel 2.24 AS Johnny kolme stsenaariumi lõppväärtused

Näitaja	Jätkuväärtus
Stsenaarium "järgiv jaehind"	1 754 341
Stsenaarium "soodsam sisseostuhind"	3 019 194
Stsenaarium "strateegiline jaehind"	2 028 421

Allikas: Autori koostatud.

Alljärgnevas tabelis 2.25 on esitatud AS Johnny väärtus stsenaariumi „järgiv jaehind“ korral. Eelnevalt leitud detailse prognoosiperioodi vabad rahavood (*FCFF*) ja jätkuväärtused diskonteeritakse tänasesse ajahetke.

Tabel 2.25 AS Johnny väärtus stsenaariumi „järgiv jaehind“ korral, eurodes

Näitaja	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FCFF		189 352	159 656	165 146	170 025	146 799
Äritegevuse väärtus	1 695 368	1 677 014	1 690 372	1 702 540	1 714 466	1 754 341
Finants-investeeringud	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 391 422
Ettevõtte väärtus	3 086 790	3 068 437	3 081 795	3 093 963	3 105 889	3 145 763
Mittelikviidsus-diskonto	286 304	317 621	344 728	373 952	404 812	437 230
Omakapitali väärtus	1 145 216	1 270 484	1 378 911	1 495 809	1 619 249	1 748 920

Allikas: Autori koostatud.

Diskonteerides FCFF kapitali kulukuse määraga 10,09% on stsenaariumi „järgiv jaehind“ korral AS Johnny äritegevuse nüüdisväärtus kuupäeva 31.12.2016 seisuga 1 695 368 eurot. Tulevaste prognooside kohaselt ei tekkinud esimeses stsenaariumis üleliigset rahavaru ning äritegevuse väärtusele liidetakse pikaajalised finantsinvesteeringud (tütar- ja sidusettevõtte osakud) summas 1 391 422 eurot. Seejärel lahutatakse ettevõtte kui tervikliku majandusüksuse väärtusest laenukapitali turuväärtus. Saadud tulemust vähendatakse 20%-lise mittelikviidsusdiskonto määraga. Ettevõttele suunatud rahavoogude mudeli kohaselt on AS Johnny omakapitali nüüdisväärtus stsenaariumi „järgiv jaehind“ korral 1 145 216 eurot.

Ettevõtte väärtuse hindamise protsessis on oluline diskonteerida AS Johnny väärtust baseerudes ülejäänud stsenaariumitele. Esmalt käsitletakse „soodsam sisseostuhind“ stsenaariumit, mille korral nähakse esimeste aastate müüdavate liitrite mahu kasvuks 5% tänu peamise müügiartikli soodsamale sisseostuhinnale ning kaupade müügi ja tootlustamise tulu kasvuks 7%. Edasistes prognoosides stabiliseeruvad müügitulude kasvutempod vastavalt 1,5% ja 4%. Suurenenud müügiimahud nõuavad ka täiendavaid investeeringuid põhivarasse, muud sisendid *pro forma* aruannetes jäävad olulises osas samaks. Allolevas tabelis 2.26 on toodud näitajate muutuste mõjud AS Johnny vabadele rahavoogudele ning omakapitali nüüdisväärtusele.

Tabel 2.26 AS Johnny väärtus stsenaariumi „soodsam sisseostuhind“ korral, eurodes

Näitaja	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FCFF		45 840	267 208	253 159	272 850	266 738
Äritegevuse väärtus	2 582 532	2 808 893	2 841 720	2 898 863	2 949 622	3 019 194
Finants-investeeringud	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 413 734	1 542 656
Ettevõtte väärtus	3 973 954	4 200 315	4 233 143	4 290 286	4 363 356	4 561 850
Mittelikviidsus-diskonto	463 737	515 294	567 805	623 628	682 819	745 164
Omakapitali väärtus	1 854 947	2 061 177	2 271 221	2 494 510	2 731 276	2 980 657

Allikas: Autori koostatud.

Diskonteeritud detailse prognoosiperioodi 2017-2021 jooksul leitud vabade rahavoogude nüüdisväärtus kuupäeva seisuga 31.12.2016 on 2 582 532 eurot, mis on võrreldes baasstsenaariumiga „järgiv jaehind“ 887 164 euro võrra suurem. Tulemusele lisatakse juurde finantsinvesteeringud ning laenukapitali ja mittelikviidsusdiskonto lahutamisel saadakse AS Johnny omakapitali nüüdisväärtuseks 1 854 947 eurot. Autor leiab, et käesoleva stsenaariumi hinnastamise strateegiat võib ettevõtte juhtkond tuleviku arengutes kaaluda. Ligikaudselt 34% suurenenud äritegevuse nüüdisväärtus vajab küll täiendavaid finantseeringuid mahus 454 501 eurot, mis on võrreldes esimese stsenaariumiga väiksem vajadus.

Viimase stsenaariumi „strateegiline jaehind“ puhul hoiab ettevõtte oma tanklate postihinna teistest kütuse müüjatest ühe tuhandiku võrra väiksemana. Käesolev hinnastrateegia tooks kaasa müüdavate liitrite mahu kasvuks 2% ning kaupade ja toitlustamise müügitulu suureneks 3%. Prognooside muutuste mõju ettevõtte vabale rahavoole, jätkuväärtusele ning ettevõtte äritegevuse väärtusele 2016. aastal on toodud tabelis 2.27.

Tabel 2.27 AS Johnny väärtus stsenaariumi „strateegiline jaehind“ korral, eurodes

Näitaja	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FCFF		197 514	171 039	175 985	185 703	166 845
Äritegevuse väärtus	1 908 708	1 906 171	1 932 813	1 959 394	1 981 781	2 028 421
Finants-investeeringud	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 391 422
Ettevõtte väärtus	3 300 130	3 297 593	3 324 235	3 350 817	3 373 203	3 419 844

Mittelikviidsus-diskonto	328 972	352 086	372 267	394 966	420 771	449 098
Omakapitali väärtus	1 315 888	1 408 343	1 489 070	1 579 863	1 683 085	1 796 394

Allikas: Autori koostatud.

Hinnatava ettevõtte äritegevuse nüüdisväärtus kuupäeva seisuga 31.12.2016 on 1 908 708 eurot. Pärast finantsinvesteeringute liitmist kujuneb AS Johnny väärtuseks 3 300 130 eurot, mida vähendatakse laenukapitali summa 1 655 270 euro ja mittelikviidsusdiskonto summa 328 972 võrra, saades omakapitali nüüdisväärtuseks 1 315 888 eurot. Tulemuseks on võrreldes stsenaariumiga „järgiv jaehind“ 213 340 euro võrra väiksem äritegevuse nüüdisväärtus. Stsenaariumi realiseerumise eelduseks on võõrfinantseerimine ligikaudu 1,2 mln euro ulatuses.

Arvestades asjaoluga leiab autor, et vedelkütuse turul jälgitakse konkurentide mootorikütuse jaehindasid ööpäevaringselt, siis käesolev hinnastrateegia võib tekitada oma müügipiirkonnas nn hinnasõja, mille tagajärjel võib postihind samastuda hoopis omahinnaga või isegi alaneda sellest. Seega plaan pakkuda oma praegustele ja tulevastele klientidele kohest soodsamat jaehinda ei maksimeeri ettevõtte tegevuse väärtust.

Selleks, et kontrollida diskonteeritud rahavoogude meetodi põhjal saadud hinnangu usaldusväärsust, testib autor käesolevas alapeatükis oluliste tegurite mõjutatust ettevõtte nüüdisväärtusele sensitiivsusanalüüsi kaudu. Täiendavalt tuleb lisada, et korraga saab vaadelda tulemuse tundlikkust ainult ühe teguri muutuse suhtes, sest sensitiivsusanalüüs ei võta arvesse oluliste sisendparameetrite koosmõju. Võimalike AS Johnny väärtuste muutused tuuakse välja ainult stsenaariumite „järgiv jaehind“ (1) ja „soodsam sisseostuhind“ (2) korral, sest leitud tulemuste põhjal võiks ettevõtte juhtkond kaaluda nende rakendamist tuleviku arenguks. Töös teostatakse järgnevate mõjutegurite tundlikkusanalüüsi:

- kaubakulu (sisaldab ainult tululiigi kaup, tootlustamise otsekulu) muutuste mõju;
- diskonteerimismäär ehk kapitali kaalutud keskmise kulukuse määra ühe sisendi väikeettevõtte riskipreemia mõju.

Magistritöö uurimisobjektiks oleva ettevõtte müügitulu moodustab suuresti mootorikütuse jaemüük. Tulenevalt töö eesmärgist leidis autor AS Johnny äritegevuse

väärtuse läbi erinevate kütuse jae- ja ostuhindade, seetõttu ei pea autor vajalikuks neid tegureid testida. Kuid kütuseettevõtte brutokasumi moodustab põhiliselt kauba, tootlustamise müügist teenitud kasum. Järgnevalt vaadeldakse eelnevalt mainitud tululiigi kaubakulu ühe protsendise osakaalu muutuse mõju, mille tulemused on esitletud allolevas tabelis 2.28.

Tabel 2.28 AS Johnny kaubakulu osakaalu muutumise mõjud ettevõtte väärtustele stsenaariumi „järgiv jaehind“ korral

Kaubakulu osakaal	Äritegevuse väärtus		Ettevõtte väärtus		Omakapitali väärtus	
	Väärtus	Muutus	Väärtus	Muutus	Väärtus	Muutus
73%	973 033	-42,61%	2 364 455	-23,40%	567 348	-50,46%
72%	1 339 123	-21,01%	2 730 545	-11,54%	860 220	-24,89%
71%	1 695 368	0,00%	3 086 790	0,00%	1 145 216	0,00%
70%	2 046 422	20,71%	3 437 844	11,37%	1 426 059	24,52%
69%	2 411 748	42,26%	3 803 170	23,21%	1 718 320	50,04%

Allikas: Autori koostatud.

Tabelist 2.28 selgub, et kahe protsendipunktiline kaubakulu kasv esialgselt vähendab AS Johnny äritegevuse väärtust 42,61% võrra. Prognoosimisel on kulukirjed seotud osakaaludena müügitulust. Kui ettevõtte suudab saavutada kaubakulu 2% langust, siis stsenaariumis „järgiv jaehind“ leitud AS Johnny äritegevuse väärtus kasvaks 716 380 euro võrra. Järgmises tabelis 2.29 tuuakse stsenaariumi „soodsam sisseostuhind“ kaubakulu muutused.

Tabel 2.29 AS Johnny kaubakulu osakaalu muutumise mõjud ettevõtte väärtustele stsenaariumi „soodsam sisseostuhind“ korral

Kaubakulu osakaal	Äritegevuse väärtus		Ettevõtte väärtus		Omakapitali väärtus	
	Väärtus	Muutus	Väärtus	Muutus	Väärtus	Muutus
73%	1 817 780	-29,61%	3 209 203	-19,24%	1 243 146	-32,98%
72%	2 193 983	-15,05%	3 585 405	-9,78%	1 544 108	-16,76%
71%	2 582 532	0,00%	3 973 954	0,00%	1 854 947	0,00%
70%	2 974 953	15,20%	4 366 375	9,87%	2 168 884	16,92%
69%	3 368 207	30,42%	4 759 629	19,77%	2 483 487	33,88%

Allikas: Autori koostatud.

Eesti kütuseturgu iseloomustab tugev konkurents, mis avaldab mõju mootorikütuse jaehinna pidavale kõikumisele. Teravnenud konkurentsitingimuste tõttu on kütuse jaemüügi kasumimarginaalid madalad. Seetõttu on oluline pakkuda oma klientidele

mitmekesist toidu ja kauba valikut. Juhul, kui AS Johnny suudab oodatavat tulevast kasvu omandada, siis võimaliku kahe protsendise kaubakulu languse korral suureneks ettevõtte äritegevuse väärtus 30,42% (vt tabel 2.29).

Järgnevalt testitakse ettevõtte väärtust kapitali kaalutud keskmise kulukuse määra ühe sisendi väikeettevõtte riskipreemia suhtes. Enamasti võetakse hindamisel aluseks Ibbotsoni aastaraamat. Seega võib öelda, et näitaja suurus põhineb hindaja subjektiivsusel. Allolevas tabelis 2.30 on väikeettevõtte riskipreemia muutuste mõjud.

Tabel 2.30 Sisendi väikeettevõtte riskipreemia muutuste mõjud AS Johnny väärtustele stsenaariumi „järgiv jaehind“ korral

Väikeettevõtte riskipreemia	Äritegevuse väärtus		Ettevõtte väärtus		Omakapitali väärtus	
	Väärtus	Muutus	Väärtus	Muutus	Väärtus	Muutus
1,03%	2 585 633	52,51%	3 977 056	28,84%	1 857 428	62,19%
6,03%	1 695 368	0,0%	3 086 790	0,00%	1 145 216	0,00%
11,03%	1 286 946	-24,09%	2 678 368	-13,23%	818 478	-28,53%

Allikas: Autori koostatud.

Stsenaariumi „järgiv jaehind“ puhul on näha, et viie protsendiline väikefirma riskipreemia langus suurendaks ettevõtte äritegevuse väärtust 52,5% (vt tabel 2.30), mis oleks stsenaariumis „soodsam sisseostuhind“ leitud äritegevuse väärtusest 3100 euro võrra suurem.

Tabel 2.31 Sisendi väikeettevõtte riskipreemia muutuste mõjud AS Johnny väärtustele stsenaariumi „soodsam sisseostuhind“ korral

Väikeettevõtte riskipreemia	Äritegevuse väärtus		Ettevõtte väärtus		Omakapitali väärtus	
	Väärtus	Muutus	Väärtus	Muutus	Väärtus	Muutus
1,03%	4 502 844	74,36%	5 894 267	48,32%	3 391 197	82,82%
6,03%	2 582 532	0,00%	3 973 954	0,00%	1 854 947	0,00%
11,03%	1 814 501	-29,74%	3 205 924	-19,33%	1 240 523	-33,12%

Allikas: Autori koostatud.

Saadud tulemustest lähtub, et viie protsendipunktilise languse tõttu kasvaks ettevõtte äritegevuse väärtus 74,36%, kuid väikefirma riskipreemia tõus vähendaks stsenaariumis „soodsam sisseostuhind“ leitud väärtust 29,74%.

KOKKUVÕTE

Ettevõtte peamiseks eesmärgiks on suurendada oma väärtust omanikele. Väärtuse all mõeldakse äriühingu võimet teenida rahavoogusid tulevikus. Seetõttu on juhtkonnal oluline mõista, millised tegevused loovad pikas perspektiivis enim väärtust ehk genereerivad rahavoogusid tootlustasemel, mis ületab kapitali kulukuse määra. Lähtudes ettevõtte omadustest, vajaliku informatsiooni kättesaadavusest ning võimalikust ajakulust tuleks analüütikul vastava hinnangu andmiseks valida hindamismudel, mis annab kõige täpsema ja objektiivsema tulemuse.

Käesoleva magistritöö teoreetilises osas käsitles autor nelja peamist hindamismeetodit: oodatavatel rahavoogudel põhinev meetod, bilansil põhinev meetod, väärtuskordajatel põhinevad meetodid ning optsioonihindamise mudelitel põhinev lähenemine. Rahvusvaheliseks standardiks kujunenud diskonteeritud rahavoogude meetod (*DCF*) on praktikute seas laialdaselt kasutusel, sest see vaatleb ettevõtte poolt loodavaid rahavooge, arvestades riski ja raha ajaväärtust. Kuna AS Johnny on börsil noteerimata kütuseettevõtte, siis on töös kasutatud ettevõtte väärtuse hindamiseks *DCF* meetodit, mis eeldab äritegevuse detailidesse põhjalikku süvenemist vältimaks subjektiivseid hinnanguid.

Hindamise protsessi *DCF* meetodil alustatakse äriühingu ajalooliste andmete ja mineviku tulemuste analüüsist, mille alusel määratakse ettevõtte väärtust mõjutavad tegurid ning majandusnäitajate projektsioonid. Kütuseettevõtte üheks oluliseks väärtust mõjutavaks komponendiks võib pidada mootorikütuse jaemüügihinda, mille kujunemise tegureid ettevõtte ise otseselt mõjutada ei saa. Lõpptulemusena saadav ettevõtte väärtus leitakse võimalike tulevikusuundumuste prognoosimise kaudu vabade rahavoogude diskonteerimise teel, kasutades vastavat riskimäära. Kuna äriühingu hindamisel on vabad rahavood avatud kõikidele investoritele – laenuandjatele, aktsionäridele ning teistele investoritele, siis on oluline, et diskonteerimismäär kajastaks kõikide võimalike

investorite riske. Seetõttu käsitleti töö teoreetilises osas põhjalikumalt kapitali kulukuse määra kontseptsiooni.

Magistritöö empiirilises osas uuriti AS Johnny tegevuskeskkonda, kus analüüsiti Eesti kütusesektori hetkeolukorda ning tulevikuväljavaateid. Käesolevat valdkonda iseloomustavad tugev konkurents, teenindusjaamade proportsionaalselt suur arv Eesti elanike kohta (seisuga 31.12.2016 moodustas kokku umbes 423 tanklat) ja turuosaliste poolt ööpäevaringe mootorikütuse hinnastamise strateegiate jälgimine ning kohene reageerimine muutustele säilitamiseks oma positsiooni. Järgnevalt koostati AS Johnny senise tegevuse uuring eelnevate perioodide (2012-2016) majandusaastate aruannete põhjal. Eelduste aluseks olevate sisendite välja selgitamiseks teostati SWOT-analüüs. Analüüs näitas, et Lõuna-Eesti piirkonna tuntud kaubamärki (FAVORA) omava ettevõtte üheks võimaluseks kütuseturul positsiooni parandamiseks on uute tanklate välja ehitamine olemasolevatele kasutuseta kinnistutele. Samas selgus, et kütuseettevõtte nõrkuseks on ebapiisavad finantsressursid vastavateks investeeringuteks ning käibevahenditeks.

Seejärel koostati järgneva viie aasta (2017-2021) finantsprojektsioonid – *pro forma* kasumiaruanne ning bilanss. AS Johnny arengu võimaluste välja selgitamiseks moodustati kolm stsenaariumi „järgiv jaehind“ (1), „soodsam sisseostuhind“ (2) ning „strateegiline jaehind“ (3). Turukonkurents ei ole äriühingul võimalik võrreldes teiste kütuseettevõtetega kallimalt müüa ning odavamalt ei suudeta. Seetõttu lähtuti esimeses stsenaariumis AS Johnny olemasolevast hinnastamise strateegiast, mille kohaselt on jaamade postihinnad konkurentidega samadel tasemetel ning sisseostuhind kujuneb vastavalt 60 päevase maksetähtaja tingimustele. Analüüsitava perioodis kasvas müüdavate liitrite maht 1,5% ning kauba müügitulu 2,5%. Ülejäänud sisendparameetrid leiti osakaaludena mineviku trendide alusel.

Teise stsenaariumi puhul peab ettevõtte juhtkond võimalikuks saada 45 päevase maksetähtajaga vedelkütuse sisseostuhind soodsamaks. Selle tulemusel on võimalik kliendibaasi kasvatamiseks pakkuda suuremaid soodustusi mootorikütuse jaehindadele. Stsenaariumi prognoosi kohaselt on kaheaastaseks hüppeliseks müüdavate liitrite arvu kui ka kauba müügitulu kasvuks vastavalt 5% ning 7%. Peale kiirema tõusuga perioodi järgneb kasv vastavalt 1,5% ja 4%. Kütuseäri võib nimetada nn sendiäriks, sest igale

eurosendi muudatustele reageeritakse turuosaliste poolt koheselt. Kolmanda stsenaariumi puhul hoiavad FAVORA tanklad oma postihindasid võrreldes konkurentidega 1/1000 võrra madalamana, prognoositi mootorikütuse liitrite kasvutempoks 2% ning kaupade müügitulu tõusuks 3%.

Ettevõtte äritegevuse väärtuse hindamise raamistikus diskonteeriti ettevõttele suunatud vabad rahavood kapitali kaalutud keskmise kulukuse määraga. Käesolev diskonteerimismäär koosneb nii laenukapitali kulukuse kui omakapitali kulukuse määrast, viimase leidmiseks kasutati finantsvarade hindamise mudelit *CAPM*. Parema ülevaate andmiseks leidis autor lisaks ettevõtte äritegevuse väärtusele ka ettevõtte kui terviku väärtuse ning omakapitali väärtuse. Viimase etapina testiti AS Johnny väärtuse tundlikust oluliste sisendparameetrite muutuste suhtes.

Seisuga 31.12.2016 kujunes AS Johnny äritegevuse väärtus stsenaariumi „järgiv jaehind“ korral 1 695 368 eurot, stsenaariumi „soodsam sisseostuhind“ kohaselt 2 582 532 eurot ning stsenaariumi „strateegiline jaehind“ puhul 1 908 708 eurot. Magistritöö autor teeb ettepaneku kaaluda ettevõtte jätkusuutlikuks arenguks stsenaariumite „järgiv jaehind“ ja „soodsam sisseostuhind“ hinnastamise strateegiaid. Kolmanda stsenaariumi tulemus ei õigusta nende saavutamiseks vajamineva täiendava finantseeringute mahtu. Lisaks võib strateegia rakendamisega kaasneda FAVORA teenindusjaamade piirkonnas nn hinnasõda. Samuti on autor seisukohal, et teostada esmalt ettevõtte refinantseerimine, sest AS Johnny on finantseeritud suures mahus lühiajaliste kohustustega (võlad tarnijatele).

Magistritöö edasiarendamiseks on mitmeid võimalusi. Üheks kütuseettevõtte väärtust mõjutavaks komponendiks on toote hind. Siit tulenevalt saab hinnata kütusehinnariskide mõju strateegiatele, mis annaksid juhtkonnale otsuste langetamiseks informatsiooni juurde. Kütuseettevõtte rahavoogusid toodavad tema tanklad, lisaks tavapärasele *DCF* meetodile võiks väärtuse hindamise korral kasutada lähenemist, kus hinnatakse tanklate väärtused eraldi ning nende kaudu tuletatakse ettevõtte kui terviku või omakapitali väärtus.

VIIDATUD ALLIKAD

1. **Anderson, P.** The Value of Private Businesses in the United States. Business Economics, 2009, Vol 44, No. 2, pp 87-187.
2. **Aruste, V.** Finantsanalüüs – vastused igapäevastele küsimustele. Haabeneeme: Forenia OÜ, 2007, 171 lk.
3. AS Johnny 2012. aasta majandusaasta aruanne. (käsikiri)
4. AS Johnny 2013. aasta majandusaasta aruanne. (käsikiri)
5. AS Johnny 2014. aasta majandusaasta aruanne. (käsikiri)
6. AS Johnny 2015. aasta majandusaasta aruanne. (käsikiri)
7. AS Johnny kodulehekülg [<http://www.favora.ee>] 03.02.2017.
8. **Bachmeier, L.J., Griffin, J.M.** New evidence on asymmetric gasoline price responses. The Review of Economics and Statistics, 2003, 85(3), pp. 772-776.
9. **Bancel, F., Mittoo, U.R.** The Gap between the Theory and Practice of Corporate Valuation: Survey of European Experts. Journal of Applied Corporate Finance, 2014, 26(4), pp. 106-117.
10. **Boulton, R.E.S., Liebert B.D., Samek S.M.** Väärtuskoodi murdmine. Fontenese Kirjastus OÜ, 2001, 279 lk.
11. **Capinski, M., Patena, W.** Value, Structure, Risk. 2009, 125 p.
12. Competition in Road Fuel. OECD, 2013, 435 p.
[<http://www.oecd.org/competition/CompetitionInRoadFuel.pdf>]. 05.01.2016.
13. Damodaran, A.
[http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/-ctryprem.html]. 21.02.2017.
14. **Damodaran, A.** Applied Corporate Finance – A User's Manual. 3rd Ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2011, 718 p.

15. **Damodaran, A.** Investment Valuation: Tool and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 2nd ed. New York: Johny Wiley & Sons. Inc, 2002, 992 p.
16. **Damodaran, A.** Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. – Stern School of Business, 2006, 77 p.
17. **Damodaran, A.** What is the riskfree rate? A Search fo the Basic Building Block. Stern School of Businees, 2008, 33 p.
18. Eesti Konjukturiinstituut. Konjuktuur nr 4 (199), 2016, 64 lk. [https://www.mkm.ee/sites/default/files/konjunktuur_nr_4_199_detsember_2016.pdf]. 01.03.2017.
19. Ettevõtte väärtus: mõõtmisest juhtimiseni. 2001 [<http://www.director.ee/ettevtte-vrtus-mtmisest-juhtimiseni/>]. 12.09.2016.
20. European Economic Forecast Winter 2017. European Comission. [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/ip048_en_3.pdf]. 25.03.2017.
21. **Fama, E., French, K.** The CAMP is Wanted, Dead or Alive. The Journal of Finance, 1996, Vol. LI, No. 5, pp 1947-1958.
22. **Fernandez, P.** Company valuation methods. Spain: IESE Business School, 2013, 20 p.
23. **Fernandez, P.** Equity Premium: Historical, Expected, Required and Implied. 2006. [https://papers.ssrn.com/sol3/Data_Integrity_Notice.cfm?abid=933070]. 25.02.2017.
24. **Fernandez, P.** Levered and Unlevered Beta. 2008 [<http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0488-E.pdf>]. 25.02.2017.
25. **Fernandez, P. Bilan, A.** 110 Common Errors in Company Valuations. IESE Business School-University of Navarra, 2007, Working Paper, No. 714, 38 p.
26. **Fitz Roy, P., Hulbert, J., Ghobadian, A.** Strategic Management: The Challenge of Creating Value. 2nd ed. New York: Routledge, 2012, 665 p.
27. **Foros, O., Steen, F.** Gasoline prices jumo up on Mondays: An outcome of aggressive competition? CEPR Discussion Paper, 2008, 43 p.
28. **Hammer, H.** Väärtusjuhtimine. Äripäeva finantsjuhtimise käsiraamat: 2005
29. **Haldma, T., Listra, E., Mullaste, M.** Aastaruande analüüs ja ettevõttesisene aruandlussüsteem. Tallinn: Raamatupidaja.ee OÜ, 2003, 95 lk.

30. **Hosken, D. S., McMillan, R. S., Taylor, C.T.** Retail gasoline pricing: What do we know? – International Journal of Industrial Organization, 2008, No 26, pp 1425-1436.
31. **Jaureguiberry, F.** An Analysis of Strategic Price Setting in Retail Gasoline Markets. Pardee Rand Graduate School, Dissertation, 2010, 167 p
32. **Kaarna, K., Miljan, M.** Kulu- ja turupõhisest hinnakujundamise strateegiast turunduses.
[http://www.mattimar.ee/publikatsioonid/ettevottemajandus/2005/11_Miljan,%20Kaarna.pdf] 30.01.2016
33. **Kantšukov, M., Sander, P.** Value in the eye of beholder: a survey of valuation practices of Estonian financial professionals. Investment Management and Financial Innovations, 2016, Volume 13, Issue 2, pp. 157-172.
34. **Karu, S., Zirnask, V.** Rahakäibe juhtimine II osa. Tartu: Rafiko, 2001, 254 lk.
35. **Kask, K. Lukason, O., Sander, P.** Discount rate for government projects: the case of government real estate in Estonia. Theory and practice of economic policy, 2011, pp. 212-227.
36. **Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.** Valuation: Measuring and Managing the Value of Company. New Jersey: McKinsey & Company, 2010, 862 p.
37. **Kotzin, L.** Special Issues to Consider When Valuing a Gas Station/Convenience Store. 2010. [<http://www.kotzinvaluation.com/articles/gas-station.htm>] 01.30.2017.
38. **Krumm, E., Teearu, A.** Ettevõtte finantsjuhtimine. Tallinn: Kirjastus Pegasus, 2005, 223 lk.
39. **Kõomägi, M.** Äriahandus. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2006, 153 lk.
40. **Laid, V.** Väärtusjuhtimine. Ettevõtte väärtuse hindamine. Finantsjuhtimise käsiraamat ptk. 11.2. Tallinn: Äripäeva Kirjastus, 2003.
41. Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium.ee
[<https://www.mkm.ee/et/uudised/vedelkutuse-seaduse-muudatused-suurendavad-taastuenergia-kasutamist-transpordis>]. 11.02.2017
42. Methodology and specifications guide Europe and Africa refine oil products. Platts.

- [<http://www.platts.com/IM.Platts.Content/MethodologyReferences/MethodologySpecs/Europe-africa-refined-products-methodology.pdf>]. 10.03.2017.
43. **Mian, M.A., Velez- Pareja, I.** Applicability of the Classic WACC Concept in Practice. *Latin American Business Review*, 2007, Vol.8, Issue 2, pp.19-40.
 44. OPEC. Annual Report 2015. 2015, 76 p.
[http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/AR%202015.pdf]. 03.03.2016.
 45. **Patena, W.** A Coherent Model of DCF Valuation. – *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, 2011, No 7, pp 4-16.
 46. **Pratt, S.** Overview of Business Valuation Discounts and Premiums and the Bases to Which They are Applied.
[http://www.shannonpratt.com/article/overview_business_valuation_discounts_premiums.pdf] 03.03.2017.
 47. Rahandusministeeriumi 2016. aasta suvise majandusprognoosi kokkuvõte. EV Rahandusministeerium, 2016, 74 lk. [<http://www.fin.ee/majandusprognoosid>]. 31.01.2017.
 48. Rahapoliitika ja Majandus 4/2016. Eesti Pank, 2016, 42 lk.
 49. **Raudsepp, V.** Finantsjuhtimise alused. Ettevõtte rahandus. Majandusraamat 2-55. Tallinn: Külim, 1999, 221 lk.
 50. **Ray, S. Chen, H., Bergen, M., Levy.** Asymmetric Wholesale Pricing: Theory and Evidence. *Marketing Science*, 2006, Vol. 25, No. 2, pp. 131-154.
 51. Relatiivne hindamine. Finantsjuhtimise käsiraamat ptk. 11.2.2. Tallinn: Äripäeva Kirjastus, 2003.
 52. Riigikohtu tsiviilkolleegium 2. Novembri 20015. a. kohtuotsus OÜ Amaterasu hagi AS NG investeeringute vastu. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/957747>]. 25.01.2017.
 53. **Rietveld, P., Woudenber, S.,** Why fuel prices differ. *Energy Economics*, 2005, pp. 79-92.
 54. **Schasmin, S.** (AS Johnny tegevjuht). Autori intervjuu. Käsikiri. Võru, 15.01.2016.

55. **Saks, T.** Mida toovad lähiaastad Eesti kütuseturule?
[<http://www.toostusuudised.ee/uudised/2016/03/28/mida-toovad-lahiaastad-eesti-kutuseturule>]. 23.01.2017.
56. **Sander, P.** Kapitali hind ettevõttes. Finantsjuhtimise käsiraamat. Tallinn: Äripäeva Kirjastus, 2003-2009.
57. **Sander, P.** Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise metoodika analüüs. Lõppraport, 2014, 22 lk.
[[https://energiatalgud.ee/img_auth.php/0/09/Sander,_P._Konkurentsiameti_poolt_v%C3%A4ljat%C3%B6tatud_kaalutud_keskmise_kapitali_hinna_\(WACC\)_arvutamise_metoodika_anal%C3%BC%C3%BCs._2014.pdf](https://energiatalgud.ee/img_auth.php/0/09/Sander,_P._Konkurentsiameti_poolt_v%C3%A4ljat%C3%B6tatud_kaalutud_keskmise_kapitali_hinna_(WACC)_arvutamise_metoodika_anal%C3%BC%C3%BCs._2014.pdf)].
24.01.2016.
58. **Steiger, F.** The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. European Business School. Seminar Paper, 2008, 25 p.
59. **Seppa, R.** Ettevõtte finantsjuhtimine: regionaalaspekt. Majandusliku kasumi mõõtmine väike- ja keskmise suurusega ettevõttes. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2006, 239 lk.
60. **Zirnask, V.** Strateegiline finantsjuhtimine. Tallinn: AS Äripäev, 2008, 168 lk.
61. **Zirnask, V.** Stsenaariumi tundlikkuse analüüs. Finantsjuhtimise käsiraamat. Tallinn: Äripäeva Kirjastus, 2012.
62. Tark Grunde Sutkiene Redgate Capital. Ühinemised ja omandamised. Tallinn: Äripäev, 2011, 326 lk.
63. **Tiits, T.** Eesti kütusehinnad haaravad Balti riikides kindla liidripositsiooni. Transport ja Logistika: infoleht, 2015 detsember, 24 lk.
64. Vedelkütuse seadus. Vastu võetud Riigikogus 29. jaanuaril 2003. aastal. – Riigi teataja I osa, 2003, nr. 21, art. 127.
[<https://www.riigiteataja.ee/akt/VKS>]. 11.02.2017.
65. Vedelkütusevaru makse määr. Majandus- ja taristuministri määrus 69 25. november 2016.a. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/129112016011>]. 11.02.2017.
66. Vedelkütuste turg 2017. Eesti Vedelkütusevaru Agentuur, 2017, 3 lk.
[http://www.ospa.ee/public/OSPA._Eesti_vedelkütuste_turg_02.2017_final.pdf].
10.02.2017.

67. **Volkart, R.** Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierung und Investition. Zürich: Versus, 2003, 990 seite.
68. **Yao, J.S., Chen, M.S, Lin, H.W.** Valuation by using a fuzzy discounted cash flow model. Expert Syst Appl, 2005, Vol 28, pp. 209-222.

Lisa 1. Eesti kütuseturu ülevaade

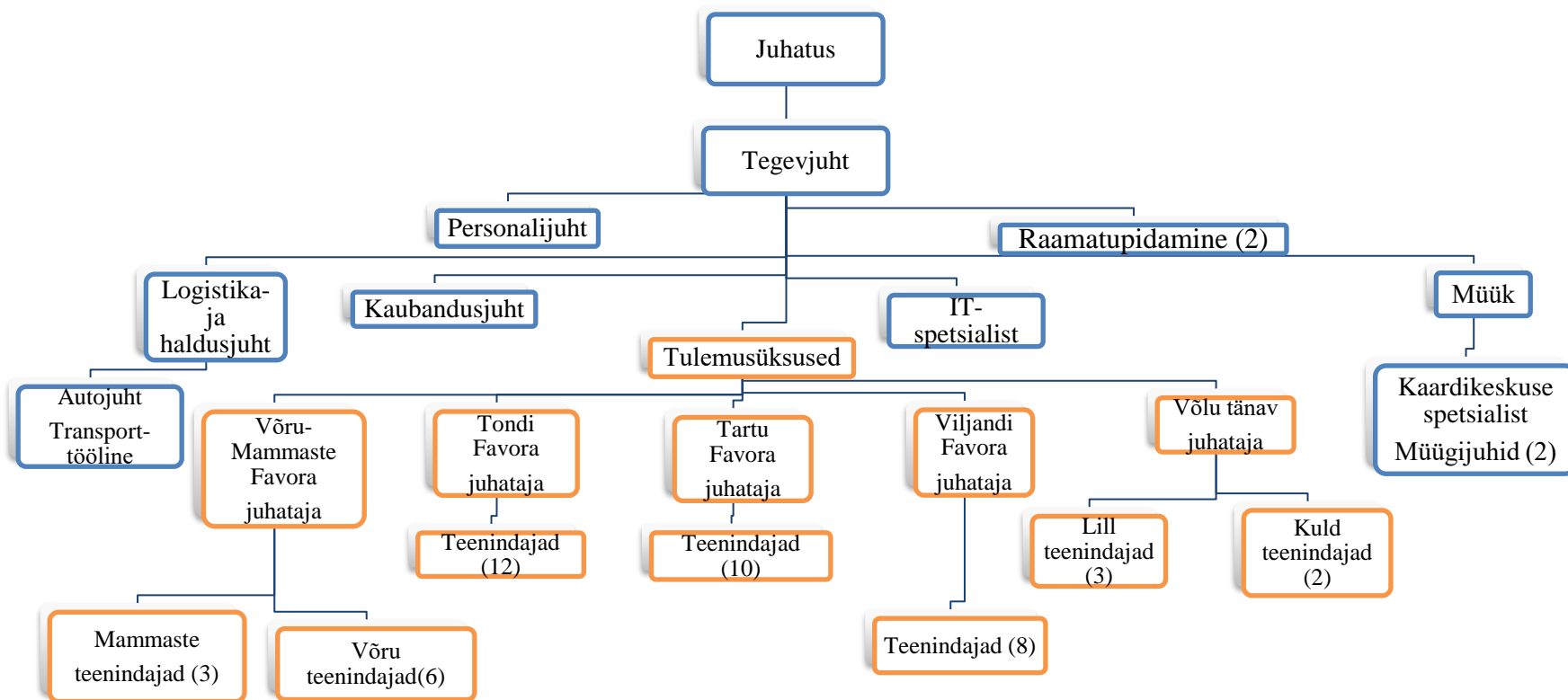
Maakond/linn	Elanike arv ⁷	Diiselmootori tarbimine, tonnides ⁸	Mootorbensiini tarbimine, tonnides	Tanklate arv kokku ⁹	sh täiusteenindusjaam	sh automaatjaam
Harju maakond	576 265	255 000	114 000	153	77	76
... Tallinna linn	432 420	182 000	96 000	96	49	47
Hiiu maakond	9 348	6 000	1 000	6	2	4
Ida-Viru maakond	146 506	52 000	19 000	23	12	11
Jõgeva maakond	31 298	22 000	6 000	14	8	6
Järva maakond	39 709	21 000	5 000	17	11	6
Lääne maakond	24 580	15 000	4 000	13	5	8
Lääne-Viru maakond	59 467	38 000	11 000	24	14	10
Põlva maakond	28 128	10 000	5 000	14	12	2
Pärnu maakond	82 997	61 000	14 000	34	25	9
Rapla maakond	34 148	20 000	6 000	15	14	1
Saare maakond	33 481	18 000	6 000	15	8	7
Tartu maakond	145 003	95 000	25 000	49	31	18
... Tartu linn	93 687	37 000	12 000	30	15	15
Valga maakond	30 524	11 000	4 000	11	9	2
Viljandi maakond	47 853	20 000	10 000	22	14	8
Võru maakond	33 973	18 000	5 000	13	9	4
Kokku	1 323 280	662 000	235 000	423	251	172

⁷ Seisuga 01.jaanuar 2017

⁸ Seisuga 31.12.2015

⁹ Seisuga 31.12.2016

Lisa 2. AS Johnny struktuur ametikohtade lõikes



Allikas: Autori koostatud.

Lisa 3. AS Johnny kasumiaruanne aastatel 2012-2016

Kasumiaruande kirjed	2012	2013	2014	2015	2016
Müügitulu	16 147 401	15 024 403	13 100 409	11 332 561	10 948 719
Müüdud kaupade, teenuste kulu	14 507 911	13 359 053	11 567 405	9 758 181	9 408 408
Brutokasum	1 639 490	1 665 350	1 533 004	1 574 380	1 540 311
Turustuskulud	1 331 721	1 361 714	1 214 649	1 187 144	1 129 462
Üldhalduskulud	220 778	213 656	313 457	305 631	292 295
Muud äritulud	533	3 088	115 013	6 558	9 617
Muud ärikulud	6 381	15 778	3 846	28 411	64 565
Ärikasum (-kahjum)	81 143	77 290	116 065	59 752	63 606
Muud finantstulud ja -kulud kokku	-70 820	-61 850	-76 767	-36 355	-35 094
Kasum (kahjum)	10 323	15 440	39 298	23 397	28 512
Akumuleeritud kulum	156 081	137 373	113 542	92 516	74 931
Müüdud liitrid	11 277 808	10 788 083	9 675 487	9 279 783	9 572 740

Allikas: (AS Johnny majandusaasta aruanded aastatel 2012-2016); autori koostatud.

Lisa 4. AS Johnny bilanss aastatel 2012-2016

Bilanss	2012	2013	2014	2015	2016
Raha	348 381	350 026	386 818	262 217	316 665
Nõuded ja ettemaksed	510 559	391 319	418 848	310 676	368 828
Muud pikaajalised nõuded	534 470	656 489	784 904	882 837	933 619
Varud	690 953	578 110	605 170	567 476	648 893
Käibevara kokku	2 084 363	1 975 944	2 195 740	2 023 206	2 268 005
Finantsinvesteeringud	1 388 979	1 390 690	1 383 896	1 383 896	1 391 422
Kinnisvarainvesteeringud	816 355	816 355	617 589	617 589	617 589
Materiaalne põhivara	1 697 941	1 563 722	1 404 622	1 347 745	1 274 032
Põhivara kokku	3 903 275	3 770 767	3 406 107	3 349 230	3 283 043
VARAD	5 987 638	5 746 711	5 601 847	5 372 436	5 551 048
Laenukohustused	1 048 721	530 039	538 861	848 612	553 158
Võlad ja ettemaksed	2 726 342	2 370 810	2 315 030	2 204 057	2 202 236
Lühiajalised kohustused kokku	3 775 063	2 900 849	2 853 891	3 052 669	2 755 394
Pikaajalised laenukohustused	626 419	1 244 260	1 113 850	662 264	1 102 112
Kohustused kokku	4 401 482	4 145 109	3 967 741	3 714 933	3 857 506
Aksiakapital	869 198	869 203	869 203	869 203	869 203
Kohustuslik reservkapital	67 546	68 067	68 847	70 832	72 032
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	639 089	648 892	656 758	694 071	723 795
Aruandeaasta kasum (kahjum)	10 323	15 440	39 298	23 397	28 512
Omakapital kokku	1 586 156	1 601 602	1 634 106	1 657 503	1 693 542
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL	5 987 638	5 746 711	5 601 847	5 372 436	5 551 048

Allikas: (AS Johnny majandusaasta aruanded aastatel 2012-2016); autori koostatud.

Lisa 5. AS Johnny *pro forma* kasumiaruanne stsenaariumi „soodsam sisseostuhind“ korral aastatel 2017-2021

Kasumiaruanne	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
Müügitulu	12 439 529	13 621 508	14 385 402	15 219 975	15 934 248
Müüdud kaupade, teenuste kulu	-10 755 583	-11 788 641	-12 469 298	-13 217 267	-13 870 964
Brutokasum	1 683 945	1 832 867	1 916 104	2 002 708	2 063 284
Turustuskulud	-1 253 241	-1 320 447	-1 376 407	-1 427 795	-1 473 786
Turustuskulud (püsiv)	-81 273	-81 273	-89 400	-89 400	-89 400
Üldhalduskulud	-332 739	-347 286	-359 094	-375 247	-387 102
Üldhalduskulud (püsiv)	-36 566	-36 566	-36 566	-40 223	-40 223
Äritulud	7 464	8 173	8 631	9 132	9 561
Ärikulud	-27 367	-29 967	-31 648	-33 484	-35 055
Ärikasum (-kahjum)	78 062	143 340	157 587	175 313	176 901
Finantstulud ja -kulud	-14 414	-37 480	-31 191	-27 652	-24 585
Kasum (-kahjum)	63 648	105 860	126 395	147 662	152 316
Tööjõukulud (boonustasu)	-110 712	-121 231	-128 030	-135 458	-141 815
Tööjõukulud (põhipalk)	-588 554	-600 325	-612 331	-624 578	-637 070
Investeeringud põhivaras	13 212	15 368	20 000	20 000	20 000
Põhivara kulum kokku	67 637	65 008	67 600	65 126	64 981
Kütuse müügikogused (liiter)	10 051 377	10 553 946	10 712 255	10 872 939	11 036 033

Allikas: Autori koostatud.

Lisa 6. AS Johnny *pro forma* kasumiaruanne stsenaariumi „strateegiline jaehind“ korral aastatel 2017-2021

Kasumiaruanne	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
Müügitulu	12 045 756	12 785 124	13 521 339	14 328 579	15 024 782
Müüdud kaupade, teenuste kulu	-10 467 818	-11 123 250	-11 787 905	-12 520 673	-13 167 650
Brutokasum	1 577 938	1 661 874	1 733 434	1 807 906	1 857 131
Turustuskulud	-1 217 909	-1 263 321	-1 316 953	-1 365 929	-1 410 097
Turustuskulud (püsiv)	-81 273	-81 273	-89 400	-89 400	-89 400
Üldhalduskulud	-311 914	-322 253	-332 764	-347 515	-358 199
Üldhalduskulud (püsiv)	-36 566	-36 566	-36 566	-40 223	-40 223
Äritulud	7 227	7 671	8 113	8 597	9 015
Ärikulud	-26 501	-28 127	-29 747	-31 523	-33 055
Ärikasum (-kahjum)	28 843	55 843	62 084	71 537	64 796
Finantstulud ja -kulud	-14 414	-37 480	-31 191	-27 652	-24 585
Kasum (-kahjum)	14 428	18 363	30 892	43 885	40 211
Tööjõukulud (boonustasu)	-107 207	-113 788	-120 340	-127 524	-133 721
Tööjõukulud (põhipalk)	-588 554	-600 325	-612 331	-624 578	-637 070
Investeeringud põhivarasse	2 212	4 368	5 000	5 000	5 000
Põhivara kulum kokku	65 437	59 823	59 415	53 941	50 796
Kütuse müügikogused (liiter)	9 764 195	9 959 479	10 158 668	10 361 842	10 569 078

Allikas: Autori koostatud.

Lisa 7. AS Johnny *pro forma* bilanss stsenaariumi „soodsam sisseostuhind“ korral aastatel 2017-2021

Bilanss	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
Raha	338 355	370 505	391 283	413 983	433 412
Ülemäärane rahavaru	0	0	0	22 312	151 234
Nõuded ja ettemaksed	410 504	449 510	474 718	502 259	525 830
Muud pikaajalised nõuded	933 619	933 619	933 619	933 619	933 619
Varud	646 855	708 318	748 041	791 439	828 581
Käibevara kokku	2 329 334	2 461 952	2 547 661	2 663 612	2 872 675
Finantsinvesteeringud	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 391 422
Kinnisvarainvesteering	617 589	617 589	617 589	617 589	617 589
Materiaalne põhivara soetusmaksumuses	3 088 821	3 104 189	3 124 189	3 144 189	3 164 189
Materiaalse põhivara akumuleeritud kulum	-1 869 215	-1 934 223	-2 001 823	-2 066 949	-2 131 930
Põhivara kokku	3 228 618	3 178 978	3 131 378	3 086 252	3 041 271
VARAD	5 557 952	5 640 930	5 679 039	5 749 864	5 913 946
Laenukohustused	529 599	483 950	449 100	438 100	427 100
Võlad ja ettemaksed	2 176 918	2 383 764	2 517 445	2 663 496	2 788 493
Lühiajalised kohustused	2 706 517	2 867 714	2 966 546	3 101 596	3 215 594
Planeerimata laen	150 306	194 541	109 655	0	0
Pikaajalised laenukohustused	943 940	715 626	613 393	511 161	408 929
Kohustused kokku	3 800 762	3 777 880	3 689 594	3 612 757	3 624 522
Aksiakapital	869 203	869 203	869 203	869 203	869 203
Kohustuslik reservkapital	73 457	76 640	81 933	88 252	95 635
Eelmiste perioodide jaotama kasum (-kahjum)	750 881	811 347	911 914	1 031 990	1 172 268
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	63 648	105 860	126 395	147 662	152 316
Omakapital kokku	1 757 190	1 863 050	1 989 445	2 137 107	2 289 423
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL	5 557 952	5 640 930	5 679 039	5 749 864	5 913 946

Allikas: Autori koostatud.

Lisa 8. AS Johnny *pro forma* bilanss stsenaariumi „strateegiline jaehind“ korral aastatel 2017-2021

Bilanss	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
Raha	327 645	347 755	367 780	389 737	408 674
Ülemäärane rahavaru	0	0	0	0	0
Nõuded ja ettemaksed	373 418	396 339	419 162	444 186	465 768
Muud pikaajalised nõuded	933 619	933 619	933 619	933 619	933 619
Varud	623 970	662 269	700 405	742 220	778 284
Käibevara kokku	2 258 652	2 339 983	2 420 966	2 509 763	2 586 345
Finantsinvesteeringud	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 391 422	1 391 422
Kinnisvarainvesteering	617 589	617 589	617 589	617 589	617 589
Materiaalne põhivara soetusmaksumuses	3 077 821	3 082 189	3 087 189	3 092 189	3 097 189
Materiaalse põhivara akumulieeritud kulum	-1 802 019	-1 802 550	-1 804 081	-1 806 612	-1 810 143
Põhivara kokku	3 284 813	3 288 650	3 292 119	3 294 588	3 296 057
VARA	5 543 465	5 628 633	5 713 085	5 804 351	5 882 402
Laenukohustused	529 599	483 950	449 100	438 100	427 100
Võlad ja ettemaksed	2 298 330	2 439 402	2 579 871	2 733 893	2 866 728
Lühiajalised kohustused kokku	2 827 929	2 923 352	3 028 972	3 171 993	3 293 829
Planeerimata laen	63 626	263 322	313 495	320 086	338 322
Pikaajalised laenukohustused	943 940	715 626	613 393	511 161	408 929
Kohustused kokku	3 835 495	3 902 299	3 955 860	4 003 240	4 041 080
Aktsiakapital	869 203	869 203	869 203	869 203	869 203
Kohustuslik reservkapital	73 457	74 179	75 097	76 641	78 836
Eelmiste perioodide jaotama kasum (-kahjum)	750 881	764 588	782 033	811 381	853 072
Aruandeaasta kasum (-kahjum)	14 428	18 363	30 892	43 885	40 211
Omakapital kokku	1 707 970	1 726 333	1 757 226	1 801 111	1 841 322
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL	5 543 465	5 628 633	5 713 085	5 804 351	5 882 402

Allikas: Autori koostatud.

Lisa 9. Stsenaariumite „soodsam sisseostuhind“ ja „strateegiline jaehind“ korral kapitali kaalutud keskmise kulukuse määrad aastatel 2017-2021

Stsenaarium „soodsam sisseostuhind“	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
Omakapitali kulukuse määr	17,7%	17,0%	16,0%	15,1%	14,4%	14,0%
Omakapitali väärtus CAPM mudelis	1 854 947	2 061 177	2 271 221	2 494 510	2 731 276	2 980 657
Keskmine laenukapitali kulukuse määr	2,55%	2,61%	2,64%	2,70%	2,75%	2,81%
Laenukapitali väärtus	1 655 270	1 623 844	1 394 116	1 172 148	949 261	836 029
Kapitali kaalutud keskmine kulukuse määr	10,54%	10,68%	10,92%	11,16%	11,40%	11,56%

Allikas: Autori koostatud.

Stsenaarium „strateegiline jaehind“	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
Omakapitali kulukuse määr	19,9%	18,9%	18,2%	17,5%	16,8%	16,2%
Omakapitali väärtus CAPM mudelis	1 315 888	1 408 343	1 489 070	1 579 863	1 683 085	1 796 394
Keskmine laenukapitali kulukuse määr	2,55%	2,59%	2,62%	2,67%	2,73%	2,81%
Laenukapitali väärtus	1 655 270	1 537 165	1 462 898	1 375 988	1 269 347	1 174 352
Kapitali kaalutud keskmine kulukuse määr	10,22%	10,37%	10,48%	10,62%	10,77%	10,93%

Allikas: Autori koostatud.

SUMMARY

VALUATION OF A FUEL COMPANY BASED ON AS JOHNNY

Katrin Märdimäe

Dynamic business environment makes undertakings focus on innovation, growth and creation of competitive advantage. Objective based approach means planning of specific results as well as ex-post analytical assessment based on quantifiable indicators. Alongside profits and related revenue and expenditure of a company, value has become an increasingly important indicator. It could be even said that other indicators and value are not entirely comparable.

Company value is determined by undertaking's ability to create positive cash-flows, while maximising wealth for its owners. Therefore, it is important for the management to understand what activities create more value in the long run or, in other words, generate cash-flows at productivity level that exceeds the cost of capital. The need to value a company generally arises when the company or its block of shares are to be sold or bought. In every development phase of a company a need for long-term strategic decisions as well as short-term operative action plans may arise, namely in the following cases (Fernandez 2002: 2-3):

- public offering of stock,
- family reasons such as bequeathing and wills,
- determination of value drivers,
- planning the changes in shareholding,
- planning of the lines of action.

The aim of this Master's thesis is to value AS Johnny on the basis of three different fuel pricing strategies, relying on the method of discounted cash flows. Company value

was estimated as of December 31, 2016. The need for valuation of AS Johnny arises from the decrease of turnover in the recent years as well as the new situation at the fuel retail market. Strong competition at the Estonian fuel retail market exerts pressure especially on small companies of the field. The author of the thesis therefore considers it important for the management of AS Johnny to choose for sustainable development value increasing strategy through:

- pursuing the current price policy,
- getting more favourable cost prices through shorter payment deadlines, or
- keeping retail prices at FAVORA filling stations compared with other market operators lower by one thousandth of euro.

In order to achieve the set goals, the author has established the following research tasks:

- clarify the purpose of the valuation of the company and report on the primary valuation methods,
- determine the content of the valuation model based on discounted cash flows as well as the benefits and disadvantages of its application,
- introduce factors that determine the retail price of fuel that is the main input of a petroleum company,
- give an overview of the business environment of AS Johnny, including the fuel market, economic activity and financial situation,
- carry out the valuation of AS Johnny as a practical output, and
- test the sensitivity of the value of AS Johnny in relation to the input parameters using sensitivity analysis.

The theoretical part of the thesis deals with the importance of the valuation of a company and the valuation of a company using discounted cash flow method (hereinafter "DCF method"). According to the DCF method the investment value of the company is determined by the expected monetary income of the owner of the company. In other words, the value of the company is equal to the future discounted present value of cash flows. Depending on the purpose of the valuation, the DCF method can be used for determining the value of a company as a whole or the value of part of the company (usually equity).

The important input of the internationally recognised method includes the prognosis of cash flows, company's future value at the end of the period under review and discount rate or weighted average cost of capital. The present discount rate expresses the cost of money and is equal to the rate of return of investment alternatives with similar risk level. In other words, it includes the rate of return demanded by an investor, be it a creditor or a shareholder, as well as the cost of raising capital.

In the context of value creation, the main factors of a fuel company are sales revenue and increase of free cash flows. These depend, in turn, on the amount, quality and price of the fuel, the latter being most discussed by the media and most closely monitored by both consumers and competitors. The retail price of fuel is determined by factors that are not controlled by the fuel company itself.

Crude oil is the main input in the production of petrol and diesel. It is therefore fair to assume that the price of crude oil on the international market is the main factor influencing the fuel price at filling stations (Bachmeier, Griffin 2003: 772). The percentage of the price of crude oil in the retail price of fuel varies according to time and region. In 2015 and 2016, factors related with supply and demand caused the continuous decrease of crude oil prices on the international market, leading to the lowest price in seven years or less than 40 dollars per barrel. Price changes on one level do not reflect on the other level immediately but with some delay.

The price of fuels sold at filling stations differ from the price of crude oil by the cost of refining, transport as well as the dollar and euro rate. The author is of the opinion that national tax rates that are reflected in fuel retail prices also play an important role. In Estonia, taxes comprise the rate of excise duty, backup payment rate and value added tax, amounting to more than 50 per cent of the price. Additionally, the price also reflects a volume based biofuel percentage. The final retail price, however, is formed by competition on national or local level.

In order to understand one of the activities of and to value the company, it is necessary to examine the business process as a whole, while analysing its business environment. The sphere of activity is characterised by strong competition, large number of filling stations in relation to inhabitants in Estonia (as of December 31, 2016 there were 423

filling stations), round the clock monitoring of fuel pricing strategies by market operators and their instant response to price changes resulting from the need to maintain their position.

The empirical part of this Master's thesis comprises the business analysis of AS Johnny based on annual reports between 2012 and 2016. A SWOT-analysis was carried out. The results of the analyses showed that one of the possibilities for AS Johnny who owns the popular Favora brand in South Estonia to enhance its position is to build new filling stations on the plots that have so far stood unused. The downside is that the company has insufficient financial resources for such investments as well as lack of financial means.

In order to determine what are the possibilities for AS Johnny to evolve the following three scenarios were created: "conforming retail price" (1), "cheaper cost price" (2) and "strategic retail price" (3), and they were used for drawing up the *pro forma* reports for the next five years (2017–2021). The first scenario followed the present pricing strategy of AS Johnny, according to which the prices at filling stations are at the same level with those of competitors and the cost price forms according to the conditions of 60 days payment deadline. During the period analysed, the number of litres sold would increase by 1.5 per cent and the sales would increase by 2.5 per cent. The rest of the input parameters were determined as a percentage on the basis of past trends.

According to the second scenario, the management of AS Johnny considers it possible to negotiate for the cost price of liquid fuels lower by 0.004 euro cents (in case of the 45 days payment deadline). As a result, it would be possible for the company to offer its customers more favourable fuel retail prices which, in turn, would increase customer base. According to the two year prognosis, the number of litres sold would increase by 5 per cent and sales would increase by 7 per cent. Fuel business may also be called a "cent business" as market operators immediately respond to every small change in price. In case of the third scenario, Favora filling stations would keep their prices lower than those of their competitors by one thousandth of euro and it would result in a 2 per cent increase in the number of litres sold and a 3 per cent increase in sales.

In the framework of the valuation of company's business activities free cash flows were discounted by the weighted average cost of capital. Cost of equity was determined using CAPM model and cost of debt of AS Johnny was calculated on the basis of loan obligation interest rates and their percentage in external capital.

As of December 31, 2016 the value of AS Johnny's business activity was estimated as follows: 1,695,368 euros in case of "conforming retail price" scenario; 2,582,532 euros in case of "cheaper cost price" scenario; and 1,908,708 euros in case of "strategic retail price" scenario. For the company's sustainable development, the author of the thesis proposes to use pricing strategies according to the "conforming retail price" and "cheaper cost price" scenarios. The results of the third scenario do not justify the financing volume needed to achieve these results.

There are several possibilities for the further development of this Master's thesis:

- as one of the factors influencing company's value is the price of a product, it is possible to evaluate the impact of fuel price risk on strategies giving more information for decision making;
- fuel company's cash flows are generated by its filling stations and in addition to the usual DCF method it would be advisable to value the company using an approach where the filling stations are first valuated separately, after which the value of the company as a whole or its equity capital is determined.

The author is of the opinion that it is feasible to carry out research and analyses for the purposes of valuating AS Johnny based on the theoretical framework established in this thesis.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, **Katrin Märdimäe**,

(autori nimi)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose
KÜTUSEETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE AS JOHNNY NÄITEL,

(lõputöö pealkiri)

mille juhendaja on **teadur Kaia Kask**,

(juhendaja nimi)

- 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
 - 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
 3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, **22.05.2017**